

L'impact des facteurs ESG sur la variation du risque systématique
en contexte de transactions de fusion et acquisition

Louis-Philippe Cloutier

Mémoire présenté à
Frank Coggins et Yirlier Hyacinthe Somé

En vue de l'obtention du grade de
Maîtrise en finance – Maîtrise ès sciences (M.Sc.)

Octobre 2020



Table des matières

1	Remerciements	5
2	Introduction	6
3	Revue de la littérature	10
3.1	Type de transaction et motivations économiques des F&A.....	10
3.2	Le marché des fusions ou des acquisitions	11
3.2.1	Mesure de performance des F&A	11
3.2.2	Évidences empiriques des F&A	12
3.3	Risque et transactions de fusions et acquisitions.....	13
3.4	Définition des critères ESG	14
3.4.1	Gouvernance.....	15
3.4.2	Aspect de l'environnement et aspect social	17
3.5	Performance et responsabilité sociale.....	18
3.6	Risque et responsabilité sociale	21
3.7	L'effet des différents facteurs ESG sur les F&A	24
3.7.1	ESG et performance des F&A.....	24
3.7.2	ESG et risque des F&A	24
4	Objectifs et contributions à la littérature	25
5	Cadre théorique	26
5.1	Facteurs de risque.....	26
5.2	Risque total et spécifique	28
6	Hypothèses	29
6.1	Hypothèse 1 : La variation du risque de l'acquéreur à la suite d'une F&A	29
6.1.1	Sous-proposition de l'hypothèse 1	29
6.2	Hypothèse 2 : L'effet réducteur des facteurs ESG sur la variation du risque.....	30
6.3	Hypothèse 3 : L'effet de la distance ESG des parties sur la variation du risque de l'acquéreur.....	31
7	Méthodologie.....	32
7.1	Estimations des bêtas	32
7.2	Risque total et spécifique	34
7.3	Régressions sur la variation du risque systématique de l'acquéreur	34
8	Données	37

8.1	Variables d'intérêt	37
8.2	Variables de contrôle	40
8.3	Discussion sur les données	40
9	Résultats empiriques	44
9.1	Présentation des résultats de l'hypothèse 1	44
9.1.1	Test de la sous-proposition 1 : contrôle du risque <i>pré</i> -transaction	50
9.2	Analyse des résultats de l'hypothèse 1	53
9.3	Présentation des résultats de l'hypothèse 2	57
9.3.1	L'impact ESG sur l'exposition au risque de marché de l'acquéreur	60
9.3.2	Variables de contrôle : Risque de marché	62
9.3.3	L'impact ESG sur l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur	63
9.3.4	Variables de contrôle : Risque systématique global	65
9.3.5	L'impact ESG sur l'exposition au facteur de risque de la taille de l'acquéreur	68
9.3.6	Variables de contrôle : Risque associé au facteur de la taille	70
9.3.7	L'impact ESG sur l'exposition au risque de l'effet valeur de l'acquéreur	72
9.3.8	Variables de contrôle : Risque associé au facteur de l'effet valeur	74
9.3.9	L'impact ESG sur l'exposition au facteur de risque de profitabilité	76
9.3.10	Variables de contrôle : Risque associé au facteur de profitabilité	79
9.3.11	L'impact ESG sur l'exposition au facteur de risque de l'effet de l'investissement	81
9.3.12	Variables de contrôle : Risque associé au facteur d'investissement	82
9.3.13	Sommaire des résultats de l'hypothèse 2	83
9.4	Présentation des résultats de l'hypothèse 3	85
9.4.1	L'impact de la distance ESG sur le risque de marché de l'acquéreur	85
9.4.2	Variables de contrôle : Distance ESG et variation du bêta de marché	90
1.1.1	L'impact de la distance ESG sur l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur	92
9.4.3	Variables de contrôle : Distance ESG et variation du risque systématique de l'acquéreur	98
10	Conclusions	99
11	Annexe 1. Définitions des variables utiles aux régressions	103
12	Annexe 2. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au risque de marché de l'acquéreur	105
13	Annexe 3. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de l'exposition au risque systématique	106

14 Bibliographie	111
------------------------	-----

Table des illustrations

Tableau 1. Transactions par pays de domiciliation	39
Tableau 2. Statistiques descriptives des variables utilisées	42
Tableau 3. Matrice de corrélation des variables de l'étude	43
Tableau 4. Différence moyenne du risque des acquéreurs	48
Tableau 5. Résultats univariés: Variation du risque des acquéreurs selon plusieurs sous-catégories.	49
Tableau 6. Résultats univariés considérant le risque pré-transaction des acquéreurs	52
Tableau 7. Résultats univariés considérant le risque systématique global pré-transaction des acquéreurs	53
Tableau 8. Test de l'impact des facteurs ESG sur le risque de marché pré-transaction	58
Tableau 9. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au risque de marché de l'acquéreur	60
Tableau 10. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de la mesure de risque systématique global.	67
Tableau 11. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque de taille de l'acquéreur	68
Tableau 12. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque de l'effet valeur de l'acquéreur	72
Tableau 13. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque de rentabilité de l'acquéreur	76
Tableau 14. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque d'investissement de l'acquéreur	81
Tableau 15. Résultats qualitatifs sommaires de l'impact des facteurs ESG sur chaque exposition aux différents facteurs de risque	84
Tableau 16. Test de la relation entre la distance ESG et la variation du risque systématique de l'acquéreur	87
Tableau 17. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur	92
Tableau 18. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition de chaque facteur de risque	93
Tableau 19. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet taille	107
Tableau 20. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet valeur	108
Tableau 21. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet de rentabilité	109
Tableau 22. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet de l'investissement	110

1 Remerciements

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce à l'implication de quelques personnes à qui je voudrais témoigner toute ma gratitude.

Je voudrais adresser toute ma reconnaissance aux directeurs de ce mémoire, Messieurs Frank Coggins et Yirlier Hyacinthe Somé, professeurs de l'école de gestion de l'université de Sherbrooke pour leur patience, leur disponibilité et surtout leurs judicieux conseils, qui ont contribué à alimenter ma réflexion.

Je remercie également Madame Karina Lebel, professeure de la faculté de génie de l'université de Sherbrooke, qui par ses paroles, ses conseils et ses critiques a guidé le processus de rédaction.

Finalement, je remercie mes parents, pour leur soutien constant et leurs encouragements.

À tous ces intervenants, je présente mes remerciements, mon respect et ma gratitude.

2 Introduction

Il existe une littérature très riche sur ce qui concerne les fusions et les acquisitions et celle-ci ne cesse de croître. D'ailleurs, l'année 2018 a été marquée par un record d'opérations de fusions et d'acquisitions au niveau mondial. Au premier semestre de 2018, le montant total de ces opérations a frôlé les 2500 milliards de dollars américains.¹ Il faut remonter plus d'une décennie en arrière, en 2007, pour observer des niveaux de transactions semblables. Durant le semestre précédant la crise financière de 2008, le volume d'opération de fusions et acquisitions avait atteint 2100 milliards de dollars. Il n'est donc pas étonnant d'être témoins de l'engouement de plusieurs chercheurs sur le sujet des fusions et des acquisitions.

Qu'est-ce qui peut motiver les entreprises sur les marchés financiers à prendre part à de telles vagues d'opération de fusions et d'acquisitions (F&A) ? Ibrahimi et Taghzouti (2014) avancent quatre catégories d'objectifs qui peuvent justifier la motivation d'une entreprise à prendre part à ce type de transaction : des objectifs financiers, stratégiques, basés sur les ressources et l'opportunisme. Dès lors que l'objectif principal de l'acquéreur est établi, il est possible d'identifier trois classes de F&A. D'une part, les transactions de types « horizontales », qui sont ainsi définies lorsque la firme acquéreuse et la firme cible œuvrent toutes deux dans le même domaine d'activité. Rhoades (1993) étudie cette classe d'acquisition, notamment dans le secteur bancaire, et conclut que l'amélioration de l'efficacité opérationnelle est le facteur qui justifie la plupart du temps une acquisition de ce genre. D'autre part, il existe les acquisitions « verticales ». L'acquisition dite verticale est une opération au cours de laquelle une entreprise décide d'acquérir une société qui participe à la même chaîne de production. Ces transactions sont habituellement créatrices de valeur dans un marché très concentré en raison des économies opérationnelles qui en découlent (Kedia, Ravid, et Pons, 2011). Finalement, les acquisitions de type « conglomerates » font intervenir des entreprises qui évoluent dans deux industries complètement différentes. Contrairement aux deux précédentes classes de fusions et

¹ <https://www.ft.com/content/b7e67ba4-c28f-11e8-95b1-d36dfef1b89a>

d'acquisitions, ces transactions n'offrent pas de réels gains opérationnels. Mooney et Shim (2015) confirment néanmoins l'hypothèse de Leland (2007) selon laquelle les entreprises qui prennent part à ce genre de F&A profitent d'une diminution du risque de défaut et d'une augmentation de leur capacité d'endettement.

Nombre d'études ont porté sur la mesure de la performance des F&A. La création de valeur de ces opérations est habituellement mesurée par les rendements anormaux de la nouvelle entité qui émerge d'une fusion ou d'une acquisition. Cependant, les conclusions tirées sont contradictoires. En effet, Martin et McConnell (1991) avancent que le rendement anormal est toujours positif aux environs de la date d'annonce. Pour certains, les fusions et les acquisitions seraient généralement créatrices de valeur, en raison de l'augmentation des économies financières et de l'augmentation du pouvoir sur le marché (Mukherjee, Kiymaz, et Baker, 2005). En opposition, d'autres voient les opérations de F&A comme destructrices de valeur pour les actionnaires et les parties prenantes qui gravitent autour des entreprises impliquées. La sélection de la cible, l'inachèvement des synergies préalablement identifiées (Gregory, 1997) et les coûts d'agence liés à l'intégration (Jensen, 2005) sont parmi les raisons qui justifient une vision plus négative de ces décisions d'investissement. Finalement, certaines études empiriques tirent des conclusions partagées vis-à-vis le succès des transactions de F&A. Notamment, Alhenawi et Stilwell (2017) mettent de l'avant qu'il y a création de valeur lorsque la transaction implique un acquéreur compétent et une cible en difficulté. Ces conclusions partagées motivent le sujet de l'évaluation de la performance des F&A. Aucune conclusion claire n'est établie quant à l'impact de ces transactions sur la performance des entreprises. La littérature académique a donc tenté d'expliquer le phénomène des consolidations corporatives par l'étude de la création de valeur qui y est associée. Lors de l'évaluation de la performance, les caractéristiques propres aux transactions comme le mode de paiement, l'ampleur de la prime et le type d'offre publique d'achat sont à considérer (Fendri et Nguyen, 2019). Les notions de compétence et de difficulté sont évaluées par plusieurs caractéristiques propres aux entreprises. La taille, les ratios financiers, la situation géographique sont parmi les facteurs qui peuvent influencer les transactions. Ce n'est que tout récemment que la littérature s'intéresse à l'impact des facteurs d'environnement de gouvernance et social (ESG) associés aux consolidations

corporatives. En effet, la responsabilité sociale des entreprises joue un rôle important dans l'évaluation des transactions de fusions et d'acquisitions (Deng et Yang, 2015).

L'ampleur de la responsabilité sociale des entreprises a un impact majeur sur la valeur de celles-ci sur les marchés financiers. Porter et Kramer (2011) étudient la création de valeur via différents aspects de la responsabilité sociale des entreprises. Ceux-ci suggèrent le concept de « valeur partagée ». Ce concept reprend les idées de Margolis et Walsh (2003) qui avancent que la création de valeur à travers les activités socialement responsables d'une entreprise est plus importante que la profitabilité financière uniquement. L'ultime but est le développement économique, c'est-à-dire l'enrichissement des actionnaires, mais aussi l'amélioration de la situation des parties prenantes qui gravitent autour des activités opérationnelles de l'entreprise. Juscius et Jonikas (2014) observent différentes mesures possibles afin d'analyser la création de valeur via la responsabilité sociale des entreprises : bénéfices financiers, qualité du produit, marketing, culture organisationnelle, efficacité en général, etc. Ils concluent qu'il existe plusieurs catégories de valeur créée par des initiatives responsables. L'impact de certaines catégories est mesurable, notamment la « valeur d'échange », qui se quantifie en terme monétaire à un instant précis dans le temps. D'autres sont plus difficilement mesurables, telles que la « valeur d'usage », qui représente une amélioration d'un aspect de l'entreprise au sens plus large. Les auteurs donnent l'exemple d'une entreprise qui pourrait évoluer dans un environnement plus sain à la suite d'investissements responsables. Dans un contexte de F&A, les acquéreurs qui présentent une bonne responsabilité sociale génèrent de meilleurs gains à long terme dans leurs transactions de fusions ou d'acquisitions comparativement à celle d'un acquéreur de moins bonne qualité en matière de responsabilité sociale (Deng, Kang, et Low, 2013).

Les investissements socialement responsables seraient donc créateurs de valeur pour les firmes. Or, Chollet et Sandwidi (2018) démontrent que les bonnes pratiques de gouvernance des entreprises réduisent leur risque financier. Ces résultats sont en accord avec ceux de Benlemlih et Girerd-Potin (2017) qui stipulent que l'ampleur de la réduction du risque financier par la responsabilité sociale d'une entreprise doit être modérée selon le contexte institutionnel dans lequel celle-ci évolue. C'est donc dire que l'impact de la responsabilité sociale et des critères ESG des entreprises sur leur risque financier peut

varier selon différents facteurs. Dans le même ordre d'idée, la performance des transactions de fusions et acquisitions est impactée par plusieurs critères ESG attribuables aux firmes, et ce, autant du côté de l'acquéreur que du côté de la cible (Yen et André, 2019). La présente étude se concentre donc à mettre en commun deux aspects qui semblent diverger dans la littérature. D'abord les F&A qui génèrent des fluctuations des prix sur le marché et habituellement des variations importantes des mesures de risque. Nous ajoutons ensuite les critères ESG, qui en théorie, réduisent une partie du risque, des entreprises impliquées.

Certains perçoivent les F&A comme créatrices de valeurs, d'autres comme destructrices de valeurs, et certains sont indécis. Peu importe que l'on attribue une valeur positive ou négative aux transactions de fusions et d'acquisitions, celles-ci entraînent plus de volatilité dans le prix des actions sur les marchés. Ces variations ont fait l'objet de nombreuses études. Agrawal (2000) résume plusieurs évidences empiriques sur le comportement du prix de l'action de la firme acquéreuse au cours de la période de la transaction et post-transaction. Cependant, ces évidences empiriques se rapportent à des mesures de performances financières sur les marchés financiers c.-à-d. les rendements des firmes impliquées. D'un autre côté, les performances ESG des entreprises sont associées à une réduction du risque des firmes sur les marchés. Il serait donc intéressant d'analyser l'impact du risque financier perçu par les investisseurs en contexte de fusion ou d'acquisition lorsque les firmes impliquées présentent différents niveaux de responsabilité sociale. Qui plus est, est-ce que l'effet d'une F&A sur le risque financier varie selon différents facteurs ESG (à l'échelle de la firme ou encore du pays) ? Il est donc intéressant de tester l'impact des facteurs ESG sur les transactions de F&A autant du côté de l'acquéreur que du côté de la cible.

Le but principal de notre étude est d'examiner si le risque systématique des firmes impliquées dans une transaction de F&A change significativement, selon les performances globales ESG des entreprises concernées (acquéreuses et cibles). De plus, comment ce changement de risque peut-il être influencé par des caractéristiques plus spécifiques aux entreprises, telles que leur gouvernance, leur responsabilité environnementale ou sociale? Il sera aussi intéressant de vérifier si le risque financier perçu par les investisseurs change selon différentes caractéristiques propres à la transaction et aux entreprises impliquées.

3 Revue de la littérature

Dans un contexte d'évolution extrêmement rapide des marchés financiers, les transactions de F&A se présentent comme un des moyens de croissance les plus rapides et efficaces pour les entreprises. Par définition, il s'agit d'un moyen de croissance externe. C'est-à-dire que le but principal est habituellement de développer les activités, augmenter les parts de marchés, ou encore d'accroître la puissance financière de l'entreprise acquéreuse.

Une fusion se caractérise par l'accord entre le conseil d'administration d'une firme acquéreuse et le conseil d'administration d'une entreprise cible sur un prix des actions. Une fois l'entente effectuée, les actionnaires de la cible devront voter s'ils acceptent ou non la transaction. Dans le cas d'une majorité en faveur de la fusion, une nouvelle entité émerge de la fusion des deux précédentes. Il s'ensuit la mise en commun des actifs et parfois la restructuration des ressources au sein de la nouvelle entreprise (Offenberg et Pirinsky, 2015).

Dans le cas d'une acquisition, la firme acquéreuse dépose une offre publique d'achat directement aux actionnaires de la cible potentielle. L'acquéreur offre généralement un montant d'argent contre l'ensemble des actions de la cible. Habituellement, la somme d'argent offerte est supérieure au prix des actions sur le marché. L'écart entre le prix offert et la valeur au marché constitue la prime d'acquisition offerte par l'acquéreur (Fama et Jensen, 1983). Cette prime tient compte de la situation du marché dans lequel évoluent les firmes et des synergies attendues dans le cas de la complétion de la transaction (Ismail, 2011). Il s'ensuit une prise de contrôle si l'acquéreur obtient plus de 50% des actions de la cible.

3.1 Type de transaction et motivations économiques des F&A

Les F&A sont des processus complexes qui diffèrent selon la transaction étudiée. Peu importe la classification dans laquelle se retrouve une transaction de F&A, l'objectif ultime visé par les entreprises qui prennent part à ce type d'opération est habituellement la création de valeur. Dans un premier temps, il est possible d'identifier les F&A horizontales. Il s'agit d'une transaction au cours de laquelle les entités impliquées œuvrent au sein d'un même marché. Le cas d'une entreprise qui acquerrait un concurrent se classifierait comme une

transaction de type horizontal (Ibrahimi et Taghzouti, 2014). Un des mobiles de ce type de transaction est la réduction des coûts autres qu'opérationnels. Notamment, une augmentation de la compétitivité dans un marché dynamique via la réduction des coûts liés à la recherche et au développement (Federico, 2017). Kyung Jin et Inseong (2012) évaluent également l'impact d'une fusion horizontale sur le prix du bien ou service offert à la suite de la fusion, et concluent que la nouvelle entité est plus agressive sur les prix que les autres acteurs sur le marché (Kyung Jin et Inseong, 2012).

Une transaction de F&A peut également être classifiée comme une transaction verticale. Ce type de transaction se présente comme une nécessité dans le système financier moderne. Il s'agit d'une fusion ou d'une acquisition entre deux parties prenant part à la même chaîne d'opération. L'application verticale des F&A est particulièrement importante au sein des marchés où les économies d'échelles permettent de créer des barrières à l'entrée et d'assurer un pouvoir durable sur le marché aux entreprises bien établies (Salop, 2018). L'acquisition rapide de compétences et de technologies selon les conditions de marché peut également représenter un motif qui pousse les entreprises à aller de l'avant dans l'application des transactions verticales (Li et Huang, 2013).

La dernière classe importante de F&A sont les transactions conglomerates. Contrairement aux deux précédentes, celles-ci se caractérisent par l'interaction entre deux entreprises qui n'ont pas de lien évident direct l'une envers l'autre. Ainsi, il est difficile, voire impossible, d'évaluer la création d'effets de synergies dans ce type de transaction. Ces F&A ont fait l'objet d'études portant notamment sur des mesures de risques systématiques. Il semble que les transactions conglomerates soient créatrices d'un effet de diversification à court terme. Le bêta des firmes résultant du conglomérat peut être exprimé comme une fonction des bêtas non conditionnels des firmes qui prennent part à la transaction et de leur corrélation (Joehnk et Nielsen, 1974).

3.2 Le marché des fusions ou des acquisitions

3.2.1 Mesure de performance des F&A

La performance post-transaction des F&A est sans nul doute l'aspect de ce type d'investissement qui a été à ce jour le plus étudié. Il est dès lors possible de regrouper la littérature existante en des catégories assez précises : les études utilisant les méthodes

comptables, les études utilisant l'évaluation d'évènements et les études se concentrant sur les mesures de performances multiples (Deng, Kang, et Low, 2013). Différentes méthodes d'évaluation peuvent mener à des résultats contraires. Il est donc intéressant de rapidement revisiter les différents états de la nature possible à la suite d'une F&A, soit la création de valeur pour les actionnaires, la destruction de valeur ou encore le statu quo.

3.2.2 Évidences empiriques des F&A

Comme mentionné précédemment, certains auteurs tirent des conclusions négatives des transactions de fusions et acquisitions. Notamment, en utilisant le ratio de rendement sur l'actif (ROA), la performance des firmes acquéreuses est constamment décroissante dans les années qui suivent la transaction (Bruner, 2004; Meeks, 1977). Toute chose étant relativement égale par ailleurs, les entreprises ayant été impliquées dans des démarches d'offres publiques d'achat sont en moyenne 3.1% moins profitables que des entreprises n'ayant pas pris part à des offres publiques d'achat (Ravenscraft et Scherer, 1989). Une autre vision s'oppose à la précédente concernant les F&A. En effet, certains voient d'un bon œil les annonces de F&A. Ce type d'opération peut d'abord être perçu comme un moyen efficace d'utiliser le capital interne des entreprises (Stein, 1997). Prendre part à ces transactions peut également augmenter les économies financières et les parts de marché (Mukherjee, Kiymaz, et Baker, 2005). Seth (1990) avance que ces opérations de croissance externe sont créatrices de richesse. Martin et McConnell (1991) concluent aussi que le rendement anormal est toujours positif et significatif à la suite de l'annonce d'une transaction lorsque l'équipe de direction de la cible semble en difficulté. Dans la même direction, d'autres concluent que la valeur de l'acquéreur à la suite de la transaction est toujours plus élevée que celle pré-transaction lorsque mesurée à l'aide des flux monétaires libres et des dépenses en recherche et développement (Jensen, 1993; Schipper et Thompson, 1983). Somme toute, les chercheurs en faveur des transactions de fusions ou d'acquisitions avancent des conclusions en lien avec les synergies possibles à la suite de la complétion de l'opération. Il existe donc plusieurs états de la nature en ce qui concerne la performance des F&A. Au-delà du rendement généré, quand est-il du risque des entreprises prenant part à ces transactions ?

3.3 Risque et transactions de fusions et acquisitions

Comme pour l'effet des F&A sur la performance financière, les évidences empiriques concernant la relation Risque – F&A sont généralement mitigées. Lev et Mandelker (1972) concluent qu'à la suite d'une transaction, la combinaison des variances des rendements des firmes sera inférieure à la moyenne pondérée des retours des firmes individuelles avant la transaction. Ils ne trouvent toutefois pas d'impact significatif sur le risque systématique. De leur côté, Joehnk et Nielsen (1974) indiquent que les bêtas des transactions de type conglomerales tendent à varier en fonction des valeurs des bêtas estimés des firmes impliquées. Ensuite, le risque total tout comme le risque systématique tend à diminuer lorsque la F&A implique des entreprises œuvrant dans le même secteur d'activité. Cette réduction étant associée à un effet de diversification et une capacité de levier financier accrue suite à la transaction (Lubatkin et O'Neill, 1987). Plus récemment, Chatterjee, Lubatkin, Schweiger et al. (1992) montrent qu'il est possible de réduire le risque systématique combiné d'entreprises avec des produits non compétitifs, ce qui s'explique donc par une fusion des synergies opérationnelles. Au contraire, Rahim et Ananaba (2000) montrent que le risque total des entreprises fusionnées augmente, peu importe le type de transactions. Or, cette augmentation est moins significative dans le cas des transactions conglomerales. D'autres recherches évaluent l'impact des caractéristiques des transactions. Notamment, les F&A complétées seulement par paiement en argent augmentent significativement le risque de l'entreprise à la suite de la transaction (Dube, 2006). Se penchant sur les transactions horizontales, Mei et Sun (2008) tout comme Evripidou (2012) concluent que le risque systématique des acquéreurs est significativement réduit en raison d'une augmentation de l'efficacité opérationnelle. Plus précisément, dans le secteur bancaire, il ne semble pas y avoir d'augmentation autant du risque systématique que du risque total des acquéreurs (Amihud, DeLong, et Saunders, 2002). De leur côté Bozos, Koutmos et Song (2013) révèlent que le risque systématique augmente significativement dans le cas où l'acquéreur est une grande banque. Le bêta tend à augmenter à la suite de l'annonce de la transaction et à demeurer plus élevé jusqu'à deux ans suivant la transaction.

Somme toute les résultats empiriques sont mitigés. La difficulté à tirer des conclusions claires quant à l'impact des F&A sur le risque semble être en partie due au fait que les études sont généralement très spécifiques. Une grande partie des études se concentre sur la

diversification au niveau de la firme ou au niveau géographique. Pour leur part, les études qui se focalisent sur l'impact pour l'actionnaire prennent en compte des caractéristiques propres à chaque transaction telles que la méthode de paiement, le statut de la cible, ou encore l'expérience de l'acquéreur en matière de transaction de fusion ou d'acquisition (Tanna et Yousef, 2019). En revisitant les évidences empiriques, il semble qu'une majeure partie des précédentes études conclut que le risque systématique augmente à la suite de la transaction, ou du moins, reste stable. Or, plus récemment, l'introduction des facteurs d'environnement, sociale et de gouvernance (ESG) dans les études académiques semble converger vers une relation ESG – risque négative (Fulton, Kahn, et Sharples, 2012). L'introduction de ces facteurs ESG dans un type de transaction empiriquement sujette à une augmentation du risque serait-elle en mesure de justifier une diminution significative de la variation de celui-ci ? Pour bien comprendre comment ces différentes mesures ESG pourraient influencer les F&A, il est intéressant de bien cerner chacune d'elles, ainsi que leurs effets respectifs sur les entreprises.

3.4 Définition des critères ESG

Plus récemment, l'attrait des investisseurs pour les titres boursiers socialement responsable s'intensifie. En réponse à cet engouement pour une finance durable, les entreprises sont maintenant très soucieuses de la perception qu'ont les investisseurs de leur performance en matière d'environnement, de gouvernance et social. L'apparition des rapports de responsabilité sociale s'inscrit d'ailleurs dans ce mouvement. Selon un article paru dans le journal le conseiller, en 2010, en incluant les informations contenues dans les rapports annuels d'activité, c'est désormais 95 % (contre 64 % en 2005) des 250 plus grandes entreprises américaines et 64 % (contre 41 % en 2005) des 100 plus grandes entreprises dans les pays industrialisés qui ont communiqué sur leur implication quant à la responsabilité sociale.² Ce phénomène ne s'applique pas uniquement au marché des actions. En effet, les titres à revenus fixes tombent également sous la loupe des investisseurs qui prennent en considération des facteurs autres que seulement financiers dans l'évaluation des titres. L'augmentation du nombre d'émissions d'obligations vertes

² <https://www.conseiller.ca/produits/placement/obligations-vertes-une-mode-pas-pres-de-sessouffler/>

en témoigne. Ces emprunts émis sur le marché par des entreprises pour financer des projets facilitant la transition écologique, le développement durable, la gestion des déchets, etc. sont de plus en plus prisés par les investisseurs. Aujourd'hui, la valeur de ce type d'obligations qui permettent de financer des initiatives responsables se chiffre à environ 500 milliards.³ Comme mentionné précédemment, les récentes études académiques sur le sujet tendent à présenter le processus d'investissement comme un tout beaucoup plus complexe qu'une simple évaluation du rendement et du risque tel que présenté par Markowitz (1952) dans l'évaluation financière classique.

Qu'est-ce que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) ? Ce concept, bien que mainte fois abordée dans le milieu académique et professionnel ne semble pas trouver de définition unanime (Dahlsrud, 2008). Cinq dimensions semblent cependant pouvoir expliquer en grande partie le concept de la responsabilité sociale des entreprises. Les parties prenantes, l'environnement social, l'économie, le volontariat et l'environnement sont les aspects les plus fréquemment soulevés (Dahlsrud, 2008). Afin de bien situer la RSE dans le contexte de l'investissement d'aujourd'hui, revisitons les grandes branches de ce sujet qui sera abordé dans cette étude. Débutons d'abord avec l'un des facteurs ESG, soit la gouvernance.

3.4.1 Gouvernance

L'organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) définit la gouvernance des entreprises comme le contexte dans lequel prennent part la totalité des relations entre les dirigeants d'une entreprise, le conseil d'administration, les actionnaires et tous les autres acteurs économiques impliqués dans l'entreprise. Shleifer et Vishny (1997) lient le principe de gouvernance à la séparation des droits de propriété et des droits de contrôle. C'est-à-dire les mécanismes par lesquels les actionnaires s'assurent un retour sur leur investissement de la part des gestionnaires. Ce contexte fournit également un cadre spécifique à l'intérieur duquel sont définis les objectifs de performance de l'entreprise, les moyens pour les atteindre et les contrôles à utiliser pour suivre le processus. Parmi les facteurs ESG, la gouvernance est celui le plus étudié du point de vue académique. Les mesures utilisées ont généralement pour but la transparence du conseil d'administration

³ <https://www.conseiller.ca/produits/placement/obligations-vertes-une-mode-pas-pres-de-sessouffler/>

vis-à-vis les actionnaires (Fulton, Kahn, et Sharples, 2012). Par exemple, les dispositions anti-offres publiques d'achat, la performance du management relativement aux employés, l'implication des entreprises dans la protection légale des actionnaires ou encore la transparence des activités via la divulgation volontaire.

Dans la littérature, deux grands modèles de gouvernance sont généralement opposés. D'abord, le modèle actionnarial ou « Shareholder » qui présume que l'entreprise a pour principal objectif la création de valeur pour les actionnaires. Puis, vers les années 1990, apparaît un deuxième modèle qui repose sur le partenariat entre les différents acteurs financiers et extra-financiers qui gravitent autour de l'entreprise. Ce modèle prend rapidement la désignation de la théorie des parties prenantes (The stakeholder theory) (Freeman, 1984). Dans ce modèle dit partenarial, l'entreprise possède une responsabilité qui va au-delà de l'atteinte de simples résultats financiers (Crifo et Rebérioux, 2015).

3.4.1.1 Le concept de la théorie de l'agence

Le modèle de la théorie de l'agence stipule que le rôle social d'une entreprise se résume à l'utilisation de ses ressources à travers différentes activités qui ont pour but d'augmenter ses profits. L'entreprise ne doit cependant pas étendre cet engagement hors des limites de son secteur d'activité (Friedman, 2007; Rönnegard et Smith, 2018). Cette théorie selon laquelle les dirigeants des entreprises devraient se concentrer sur les intérêts des actionnaires est liée au concept de norme de primauté des actionnaires. Cette norme énonce que les dirigeants ont un devoir fiduciaire de prendre les meilleures décisions possibles pour le bien-être des actionnaires (Smith, 1998). Ce modèle a longtemps primé dans le domaine de la recherche jusqu'à la fin des années 1990. Après plusieurs cas d'abus de certains dirigeants, tels que l'octroi de rémunérations considérables, des conditions avantageuses en cas de départ, des délits d'initier ou encore des fraudes, une pression sociale s'installe au sein des entreprises afin que celles-ci prennent en compte les intérêts d'autres acteurs économiques et sociaux.

3.4.1.2 Le concept de la théorie des parties prenantes

Ce modèle de gouvernance s'installe en réponse à la pression que subissent les entreprises de la part des investisseurs « socialement responsables », c'est-à-dire des investisseurs qui prennent en compte leurs objectifs financiers et leurs valeurs personnelles dans leur

processus décisionnel d'investissement. Celui-ci a pour but de redorer l'image des entreprises (Crifo et Rebérioux, 2015). Le modèle de la théorie des parties prenantes peut en premier lieu être défini comme « tout groupe ou individu qui peut influencer ou être influencé par la réalisation des objectifs de la firme » (Freeman, 1984). Dès lors que nous acceptons cette définition, il faut être en mesure d'appliquer un processus méthodique et rigoureux d'identification de ces parties prenantes. Plusieurs chercheurs se sont intéressés aux processus d'identification, notamment Mullenbach et Gond (2004) qui avancent six approches différentes pour tenter d'identifier les nombreuses parties prenantes. D'abord l'approche relationnelle qui semble être la plus directement liée à la définition de Freeman (1984). Les groupes indispensables à la survie de l'entreprise et qui dépendent de celle-ci pour réaliser leurs propres objectifs seraient identifiés comme des parties prenantes selon cette approche (Parmar, Freeman, Harrison et al., 2010). L'approche contractuelle étudiée par Freeman et Evan (1990) fait intervenir un caractère de contrat formel ou non. Cette notion de contrat vient d'ailleurs rejoindre le concept de théorie d'agence, qui propose la relation entre différents acteurs économiques comme un contrat (Jensen et Meckling, 1976). Suivant le principe du contrat, Hill et Jones (1992) présentent les parties prenantes sous une approche de légitimité. Plus précisément, une partie prenante se définit, selon eux, comme tout agent pouvant exercer un droit de légitimité sur l'entreprise.

3.4.2 Aspect de l'environnement et aspect social

L'environnement fait ici référence à l'empreinte écologique des firmes et de l'attention qu'elles y portent. Cela prend aussi en compte les politiques de gestion des déchets et les normes de pollution. La prévention des risques environnementaux fait aussi partie de ce pilier. Parmi les mesures utilisées empiriquement, la santé environnementale pour les employés, l'intérêt de la firme envers la société, l'environnement et les changements climatiques, les rapports divulguant les impacts environnementaux et l'ampleur des investissements éthiques sont souvent utilisés (Fulton, Kahn, et Sharples, 2012). Contrairement à l'aspect de la gouvernance qui vise à évaluer les relations économiques directes entre les firmes et les différents intervenants possibles, l'aspect social vise l'impact des entreprises sur leur environnement au sens large, c.-à-d. la formation des employés, la prévention des accidents, le respect des employés, etc. La relation des employés avec le management, la diversité des employés et l'égalité des droits ainsi que l'implication de

l'entreprise au sein des communautés sont des mesures de l'aspect social. Avec la multitude de mesures disponibles pour chaque pilier, les investisseurs exigent plus de transparence de la part des entreprises.

En réponse à la question si oui ou non les entreprises devraient intégrer ces éléments non-financier aux rapports déjà en place, l'économiste Michael Jensen prend une position visant la performance à long terme et une relation gagnant-gagnant pour les parties prenantes (Fulton, Kahn, et Sharples, 2012). La prise en compte de ces facteurs dans les décisions d'investissement est de plus en plus importante. Le terme « Investissement socialement responsable » (ISR) fait son apparition pour désigner ce phénomène (Johnsen, 2003). Ce type d'investissement créer un lien établi entre le financier et le non-financier et permet d'exposer les investisseurs à l'aspect matériel des différents facteurs ESG. L'impact des ISRs sur la performance des entreprises a été évalué à de nombreuses reprises. La plupart des études académiques et scientifiques concluent que cet impact est limité et non significatif (Capelle-Blancard et Monjon, 2012; Humphrey et Tan, 2014). Pour un gestionnaire de portefeuille, la mise en application de l'investissement responsable consiste habituellement en l'utilisation de filtre positif ou négatif vis-à-vis le choix des titres qui constitue un portefeuille (Renneboog, Horst, et Zhang, 2008). Jusqu'à présent séparée de l'évaluation financière, l'évaluation extra-financière, c'est-à-dire l'évaluation de tous les aspects qui touchent l'entreprise autre que par un lien financier, semble vouloir s'unifier aux analyses déjà en place. Notamment, en ce qui a trait à la gestion des risques (Sonier, 2019). Ayant visité rapidement les différents piliers des critères ESG, il est intéressant de se pencher sur leur effet respectif vis-à-vis la performance financière des entreprises et le risque de celles-ci.

3.5 Performance et responsabilité sociale

Un peu comme pour les résultats empiriques des F&A présentés plus tôt, l'impact de la RSE et des facteurs ESG sur la performance financière des entreprises semble mitigé. D'abord, dans la majorité des cas, les résultats empiriques semblent converger vers une relation positive entre la performance financière et le niveau de RSE d'une entreprise. Une revue de plus d'une centaine d'études sur le sujet avance que dans plus de 89% du temps les entreprises à haute cote ESG performant mieux que le marché et que dans plus de 85%

des études, ce phénomène s'applique également aux mesures de performances comptables (Fulton, Kahn, et Sharples, 2012). L'évaluation de l'impact de la responsabilité sociale dans son ensemble ou encore de la somme des facteurs ESG peut présenter des résultats mitigés. Par exemple, dans leur étude, Hail et Leuz (2006) évaluent l'impact de la responsabilité sociale sur le coût du capital. Ils concluent que le facteur de gouvernance a un impact sur le coût du capital, mais qu'en prenant la performance ESG globale, cet effet est dissipé. C'est pour cela que nous prenons le temps de désagréger les facteurs afin de bien cerner l'impact de chacun sur la performance financière des entreprises.

Des trois piliers (Environnement, Social, et Gouvernance), l'aspect de la gouvernance des entreprises est empiriquement le facteur ayant le plus d'impact sur les mesures de rendements. En effet, différentes mesures présentent une relation positive avec l'implication en matière de gouvernance. L'étude des politiques d'implication ESG adoptées par les entreprises telle qu'évaluée par un modèle de régression logistique confirme une forte relation avec les rendements des entreprises (Eccles, Ioannou, et Serafeim, 2014). Gompers, Ishii et Metrick (2003) démontrent que les firmes au sein desquelles les droits des actionnaires sont forts ont une valeur plus élevée, une croissance des ventes et des profits plus élevés et ont moins recours aux acquisitions d'entreprises dans leur stratégie. En moyenne, les firmes étrangères (autres qu'aux États-Unis) ont de moins bons systèmes de gouvernance (Aggarwal, Erel, Stulz et al., 2007). Les auteurs calculent un écart de performance ESG entre les firmes étrangères et leur contrepartie américaines. Ils concluent que la valeur des firmes augmente avec l'écart. Bauer, Eichholtz et Kok (2010) trouvent des résultats similaires dans leur étude sur les fiducies de placements immobiliers (FPI). La valeur des fonds serait corrélée avec le système de gouvernance en place.

L'étude du facteur d'environnement se place au second rang dans la littérature en ce qui touche son impact sur la performance des firmes. En séparant la divulgation environnementale, la performance environnementale et la performance économique, Al-Tuwaijri, Christensen et Hughes (2003) établissent qu'une bonne performance environnementale est associée à une bonne performance économique. L'efficacité écologique des firmes se rapporte positivement à leur performance opérationnelle et se

traduit par une augmentation de la valeur au marché (Guenster, Bauer, Derwall et al., 2011). Dans le même ordre d'idée, se penchant sur la préparation des firmes aux enjeux environnementaux jumelées à leur réputation environnementale, Semenova et Hassel (2008) concluent que ces deux aspects ont un impact favorable sur la performance de marché des entreprises et du même fait, augmentent en partie la valeur des firmes.

Un peu moins évalué dans la littérature, l'impact de l'aspect de l'implication sociale des firmes sur leur performance semble être significatif. Edmans (2011) analyse la relation entre la satisfaction des employés les rendements à long terme du titre. En utilisant un portefeuille des cent meilleures entreprises pour lesquelles travaillées aux États-Unis, il conclue que la satisfaction des employés est positivement corrélée à la performance long terme de la firme. De leur côté, Richard, Murthi et Ismail (2007) démontrent que la diversité raciale a un effet positif direct autant sur la performance à court terme que sur la performance à long terme des entreprises. Dans le même ordre d'idée, la présence de programme d'égalité corporative impacte les rendements de l'action et l'évaluation de celle-ci sur le marché (Fu et Shan, 2009). Finalement, certains se sont penchés sur l'évaluation de l'effet de la cote ESG globale. Landier et Nair (2008) construisent un « portefeuille responsable » contenant cent-cinquante entreprises à cote ESG élevées du S&P 500. Les auteurs trouvent que leur portefeuille présente un rendement moyen légèrement supérieur au S&P 500 sur une période de 9 ans. De plus, leur portefeuille responsable, contenant 70% moins de titres que la référence, présente seulement un risque marginal légèrement plus élevé. Les précédents paragraphes présentent les résultats favorables quant à l'impact ESG sur la performance des firmes. Or, la littérature sur le sujet ne présente pas uniquement de corrélation positive entre ces deux aspects.

Présentant une vision plus nuancée du sujet, des auteurs concluent qu'il y a effectivement une relation positive entre l'aspect de l'implication ESG et la performance financière telle que mesurée par l'évaluation des rendements anormaux, mais sous certaines restrictions bien précises. Notamment en utilisant une approche d'évaluation de portefeuille à la Carhart (1997), Halbritter et Dorfleitner (2015) ne sont pas en mesure d'identifier une différence entre les rendements d'un portefeuille qui contiendrait des titres bien cotés en matière d'ESG vis-à-vis un portefeuille constitué de titre à cote ESG plus basse. La période

économique de l'évaluation semble toutefois pouvoir influencer la relation. En effet, lorsque l'étude se fait en période de crise économique, les titres à cotes ESG plus élevés semblent influencer la performance financière des entreprises de manière significativement positive (De et Clayman, 2015; Halbritter et Dorfleitner, 2015). Précisant encore plus la relation, Hoepner, Yu et Ferguson (2010) concluent que l'influence des politiques ESG sur le rendement boursier varie selon l'industrie dans laquelle évolue l'entreprise en question. Selon leur étude, les firmes des secteurs industriels, des soins de santé et de la consommation discrétionnaire pourraient profiter de l'influence des politiques ESG sur le rendement généré et ainsi créer de la valeur ajoutée. L'impact ESG sur la performance pourrait donc être impacté selon le contexte dans lequel se fait son évaluation.

Somme toute, la littérature semble pointée vers une relation positive entre les facteurs ESG et la performance financière des firmes. La plupart des études qui présentent des résultats nuancés évaluent les facteurs ESG dans leur ensemble et non un par un. Comme mentionné précédemment, en plus de trouver une relation ESG- performance financière, Landier et Nair (2008) concluent que le risque de leur portefeuille varie selon les cotes ESG. C'est d'ailleurs cette relation que nous tenterons d'exploiter dans la présente étude. Pour ce faire, quels seraient les résultats attendus quant à l'impact des facteurs ESG et de la responsabilité sociale des entreprises sur le risque de celles-ci ?

3.6 Risque et responsabilité sociale

La performance ESG et son effet sur le risque ont aussi été maintes fois abordés dans la littérature. L'implication des firmes en matière de responsabilité sociale, tout comme la mise en place d'investissements responsables (IR) réduirait le risque de protestation et de désaccord des parties prenantes (Baron, 2001). Empiriquement, l'application de l'impact de ces critères ESG sur le risque d'un portefeuille représente une avenue intéressante. La prise en compte de la responsabilité sociale des entreprises dans le processus d'allocation d'actif permettrait une réduction du risque diversifiable du portefeuille (Boutin-Dufresne et Savaria, 2004). Leur conclusion principale est qu'il existe une relation significativement négative entre la performance ESG et la volatilité d'un titre. Pour leur part, Luo et Bhattacharya (2009) étudient la relation entre le risque spécifique des titres et leur performance sociale respective. Ceux-ci concluent qu'une bonne performance ESG des

firmes vis-à-vis leur compétiteur direct peut augmenter la richesse des actionnaires en diminuant significativement la volatilité du prix du titre.

La corrélation négative entre le risque et l'implication ESG des entreprises n'a pas toujours été unanime. En effet, l'analyse des politiques d'exclusion et des cibles dans la gestion de portefeuilles institutionnels nuirait à la diversification (Rudd, 1981). Cependant, la plupart des études qui concluent que les investissements responsables n'ont pas d'effet sur le risque sont critiquées (Derwall, 2007). Sans réfuter entièrement les conclusions de Rudd (1981), Hoepner (2010) décompose le principe de diversification en trois composantes : le nombre de titres, la corrélation entre chacun des titres et le risque moyen des titres qui composent le portefeuille. La conclusion est que l'inclusion des critères ESG dans le processus d'investissement nuit à la diversification du portefeuille en termes du nombre de titres et de la corrélation entre ceux-ci. Cependant, elle améliore la diversification via la réduction du risque spécifique moyen des titres. Ces résultats sont en accord avec la littérature plus récente dans laquelle il est difficile de pénaliser l'application de critères ESG dans le processus d'allocation d'actifs (Bello, 2005). Pareille à la section sur le lien entre la performance financière et les facteurs ESG, nous prenons ici le temps de séparer l'effet de chaque facteur sur le risque afin de bien cerner l'aspect potentiellement matériel de chaque pilier.

D'abord en ce qui a trait au facteur de gouvernance, un bon système de gouvernance des actionnaires réduit les conflits avec les créanciers et du même fait, génère des rendements supérieurs (Cremers, Nair, et Wei, 2007). Dans le même ordre d'idée, ces mécanismes réduisent le risque de défaut en permettant une surveillance du management et une diminution des coûts d'agence (Bhojraj et Sengupta, 2003). Klock, Mansi et Maxwell (2009) étudient la valeur de la présence de provisions anti offre publique d'achat. Ceux-ci concluent que ces provisions sont associées à un coût de la dette plus faible. Les facteurs de gouvernances en ce qui touche la firme sont associés à un coût de l'équité plus faible, et ce même au sein des pays émergents. Cependant, cette réduction est encore plus prononcée dans les pays avec des institutions légales fortes (Hail et Leuz, 2006). Les effets entre la gouvernance au niveau de la firme et du pays sont d'ailleurs complémentaires (Zhu, 2014).

D'autres chercheurs précisent l'impact de la responsabilité environnementale. Le risque systématique d'une entreprise et l'aspect environnemental présente une relation négative (Salama, Anderson, et Toms, 2011). Bauer et Hann (2010) évaluent le coût de la dette et la cote de crédit des entreprises. Ceux-ci concluent que les problèmes environnementaux sont associés à un coût de la dette plus élevé. Au contraire, la mise en place de pratiques proactives est associée à un coût plus faible. Le rendement espéré des actions d'une entreprise est positivement corrélé avec les préoccupations environnementales (Chava, 2014). Ces résultats sont en accord avec les conclusions de Heinkel, Kraus et Zechner (2001) selon lesquelles les entreprises qui polluent se voient exclues de l'univers d'investissement des investisseurs responsables. Cette diminution du bassin d'investisseurs potentiels entraîne une augmentation du coût du capital en raison d'un manque de partage du risque. Il semble donc que le marché ajoute une prime de risque aux entreprises avec de moins bonnes pratiques environnementales, notamment parce que les enjeux actuels d'une entreprise engendreront des devoirs et des coûts futurs.

Plus difficilement quantifiable, l'implication sociale est souvent mélangée avec les conclusions sur la performance des fonds d'investissement responsable et des filtres d'exclusions. Cependant, selon Fulton, Kahn et Sharples (2012) l'aspect social des entreprises ne devrait pas être ignoré. D'abord pour son potentiel de rendement, puis pour son impact sur les parties prenantes. Les firmes activement engagées au niveau des investissements responsables sont moins susceptibles de faire défaut (Frooman, Zietsma, et McKnight, 2008) et bénéficient par le fait même d'un coût de la dette plus faible (Bauer et Hann, 2010). Les entreprises qui présentent de bonnes relations entre les employés profitent d'un coût de la dette plus faible et d'une diminution du risque spécifique (Bauer, Derwall, et Hann, 2009). Somme toute, une bonne performance sociale semble être récompensée, et les transgressions qu'elles soient sociales ou environnementales sont pénalisées sur les marchés financiers.

Il est possible d'explorer la relation entre les facteurs ESG et le risque du côté de l'information intégré sur les marchés. Notamment, un niveau de transparence plus élevé de la part des compagnies envers les investisseurs via la publication de rapports non financiers entraîne une volatilité plus faible du titre sur le marché (Czerwinska et Kazmierkiewicz,

2015). Pareillement, les changements dans la notation ESG des entreprises précèdent les variations dans son bêta (Sodjahn, Champagne, Coggins et al., 2017). Nous avons revisité les différents piliers ESG ainsi que leurs impacts. Or, cette étude vise la mise en commun les critères ESG et des F&A. Quel est donc l'effet des mesures ESG sur la performance ou encore sur le risque des F&A ?

3.7 L'effet des différents facteurs ESG sur les F&A

3.7.1 ESG et performance des F&A

Deng, Kang et Low (2013) évaluent les impacts des facteurs ESG sur la réussite d'une F&A. Leurs hypothèses se basent sur le fait qu'une entreprise qui considère ses parties prenantes aura de la facilité à convaincre les intervenants de la cible de la réussite de l'intégration. En effet, les intervenants propres à la cible sont susceptibles de se sentir menacés par la transaction projetée. Ceux-ci concluent qu'il existe une corrélation significative et positive entre les rendements à la suite de la transaction et la cote de responsabilité sociale. En ce qui concerne la cible, une bonne performance socio-environnementale devrait avoir un impact sur le succès des transactions. D'ailleurs, un point additionnel sur la cote de responsabilité sociale de la cible se traduit par 0,9% de rendement anormal pour l'entreprise acquéreuse (Aktas, de Bodt, et Roll, 2011). Les auteurs ajoutent qu'à la suite de la transaction, la cote de l'acquéreur augmente proportionnellement à l'écart entre la cote de la cible et celle de l'acquéreur précédent la transaction. Ainsi, plus la performance ESG de la cible est importante, meilleure devrait être la performance ESG de l'acquéreur une fois la transaction complétée.

3.7.2 ESG et risque des F&A

Sans utiliser directement des mesures de risque, Arouri, Gomes et Pukthuanthong (2019) évaluent l'impact des composantes de la responsabilité sociale des entreprises sur l'incertitude à la suite d'une transaction de F&A. Leurs résultats suggèrent que la RSE globale, tout comme chaque composante, est un déterminant important de la façon dont les acteurs évaluent les résultats des F&A dans le monde. Également Yen et André (2019) ajoutent que la réaction des marchés à la suite de l'annonce d'une fusion ou d'une acquisition sera fonction d'une évaluation coûts – bénéfices de la performance ESG de l'acquéreur précédent l'annonce. Ainsi, selon le pays de domiciliations des firmes

impliquées, le résultat peut s'avérer différent. Ils concluent également que les F&A peuvent parfois être un moyen de rehausser l'image de marque utilisé par les entreprises. C'est-à-dire d'utiliser les F&A comme moyen pour diversifier le risque de l'entreprise. Or, les auteurs ajoutent à cela que la réaction du marché peut être négative selon l'analyse coûts – bénéfices préalablement citée qui en découle. Somme toute l'aspect ESG – Risque en contexte de F&A est souvent traité par le biais d'études portant sur la performance des F&A. À notre connaissance, il y a peu ou pas d'étude qui porte sur l'évaluation des mesures de risque directement lié aux facteurs ESG en contexte de F&A.

Enfin, les résultats de l'impact des F&A sur le risque des entreprises sont mitigés. Les différents piliers ESG sont habituellement associés à une diminution du risque des entreprises. Or, quel serait le résultat d'une évaluation de la performance des F&A à laquelle s'ajoutent les critères ESG des firmes impliquées ? Nous avons vu que la performance financière des F&A est influencée par les facteurs ESG. Cependant, ces études se concentrent sur la création de valeur via les rendements financiers après la transaction. Nous souhaitons ajouter à ces études en intégrant des mesures de variation du risque à la suite de l'annonce d'une F&A.

4 Objectifs et contributions à la littérature

L'objectif principal de cette recherche est d'abord de faire avancer la littérature sur la relation risque et performance ESG des entreprises prenant part à des transactions de F&A. Nous avons vu que contrairement à l'impact des facteurs ESG sur l'aspect de la performance financière des fusions ou des acquisitions, la relation ESG-risque des F&A n'a que très peu été abordée. En effet, il semble y exister une relation F&A – risque positive, tout comme une relation risque – ESG négative. Lorsque l'on évalue un type de transaction qui prend en compte les deux relations, quel sera l'effet final sur la variation du risque ? Il s'agit ici de comprendre si une véritable relation peut être établie entre le risque systématique des entreprises et leur performance extra-financière, mais appliquée à un contexte d'opérations de fusions ou d'acquisitions.

Les fusions et acquisitions ont pour objectif la création de valeur. Or, ce résultat n'est pas toujours obtenu (voir section 3). Ce type de transaction étant un événement majeur pour

l'acquéreur, il est intéressant d'évaluer la perception des investisseurs vis-à-vis chaque transaction et les caractéristiques qui lui sont propres. Il apparaît aussi que les F&A augmentent le risque des entreprises qui y prennent part selon le contexte (Bozos, Koutmos, et Song, 2013; Dube, 2006; Rahim et Ananaba, 2000). Or, nous avons vu précédemment que les facteurs ESG semblent diminuer le risque des entreprises. Il est donc intéressant de vérifier si l'évaluation de différentes mesures de risque des entreprises est impactée par les facteurs ESG dans un contexte de F&A, où l'on observe habituellement une variation positive de celles-ci. Concrètement, il s'agit de vérifier si le pouvoir réducteur de risque empiriquement attribué aux différents critères ESG sera suffisant pour justifier une diminution de la variation de risque des entreprises sujettes à des transactions de F&A.

5 Cadre théorique

Nous tenterons ici de revisiter les modèles d'évaluation des actifs desquels découlera le modèle empirique utilisé dans cette recherche. Les mesures de risque définies plus bas nous permettront de répondre aux hypothèses de la présente étude.

5.1 Facteurs de risque

L'évaluation de la performance en gestion de portefeuille a fait l'objet de nombreuses études. Depuis les débuts de l'évaluation financière, deux facteurs semblent se présenter comme des incontournables lorsqu'il s'agit d'allocation d'actif et de stratégie d'investissement : les notions de rendement et de risque (Markowitz, 1952). Suivant ces principes, Sharpe (1964), Lintner (1965) et Black (1972) proposent la relation linéaire entre les notions d'espérance de rendement et de risque. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) traduit de l'anglais « capital asset pricing model (CAPM) » fournit une estimation du taux de rentabilité attendu d'un actif financier attendu par le marché en fonction de son risque systématique.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (1)$$

Où l'on définit R_i comme le rendement du titre i , R_f le taux sans risque, R_m le rendement de l'indice de marché et β_i Comme la mesure d'exposition du titre i au facteur de risque du marché. Dans le modèle d'origine, le bêta se définit mathématiquement comme le

rapport de la covariance de la rentabilité implicite de l'actif avec celle du marché et de la variance de la performance du marché.

$$B\hat{e}ta_i = \beta_i = \frac{Cov(i, m)}{Var(m)} \quad (2)$$

Cependant, l'évaluation de la performance et du risque est souvent mesurée comme une moyenne sur la période à l'étude. D'ailleurs Jensen (1968) évalue un alpha qui représente la différence entre le rendement d'un fonds et d'un portefeuille constitué d'un indice et de liquidité. Ce portefeuille présente la même exposition au marché que le fond. Ces moyennes sont prises de manière non conditionnelle, sans regard sur les variations de l'état de l'économie.

D'autres chercheurs proposent ensuite que certaines variables macro-économiques puissent avoir un pouvoir explicatif sur les rendements anticipés (Chen, Roll, et Ross, 1986). Ceux-ci concluent que la production industrielle, le changement dans la prime de risque, le changement dans la structure à terme des taux d'intérêt et l'inflation présentent un impact plus important. Dans le même ordre d'idée, Fama et French (1992) ajoutent à la littérature en introduisant leur modèle à 3 facteurs, puis plus récemment, en 2015, leur modèle à 5 facteurs :

$$E(R_{it}) = a_i + b_i E(Rm_t - Rf_t) + s_i E(SMB_t) + h_i E(HML_t) + r_i E(RMW_t) + c_i E(CMA_t) \quad (3)$$

L'objectif de ce modèle est de pouvoir expliquer l'effet de la taille SMB_t , l'effet de la valeur HML_t , l'effet de la profitabilité RMW_t , ainsi que l'effet de l'investissement sur les rendements du titre i au temps t . Les auteurs concluent qu'en présence des variables HML et SMB l'exposition du titre au rendement du marché perd de son pouvoir explicatif. Dans l'équation (3) le terme $(Rm_t - Rf_t)$ est la différence de rendement du portefeuille de marché vis-à-vis le rendement sans risque au temps t . SMB_t est la différence de rendement d'un portefeuille diversifié de firmes à faibles capitalisations et d'un portefeuille de plus grandes capitalisations au temps t . Cette variable est utile afin de capturer l'effet de la taille

sur le rendement des titres. Ensuite, la variable HML_t sert à capturer l'effet valeur. Il s'agit de la différence de rendement entre un portefeuille de titre avec un ratio de la valeur comptable sur la valeur marchande (B/M) à un portefeuille de titre à faible ratio B/M au temps t . RMW_t est le rendement d'un portefeuille de titres qui présente une profitabilité ferme moins le rendement d'un portefeuille construit avec titres à profitabilité faible. Finalement la variable CMA_t représente l'écart du rendement d'un portefeuille diversifié de titre à faible niveau d'investissement à celui d'un portefeuille d'actions à haut niveau d'investissement.

Dans la présente étude, le modèle sera utilisé sous sa forme empirique :

$$R_{it} = a_i + b_i(Rm_t - Rf_t) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + e_{it} \quad (4)$$

Les termes b_i , s_i , h_i , r_i , c_i sont respectivement les coefficients associés à chacune des variables préalablement définies. Le terme a_i sert de constante de régression. Finalement le terme e_{it} représente l'erreur résiduelle et est de moyenne nulle. Nous disposons d'un échantillon de transactions internationales parmi lesquels plus de 85% des acquéreurs font partie d'économies développées, tel que défini selon l'ONU. Nous utiliserons donc les facteurs de risque de Fama et French pour les marchés développés.

Dans le cadre de cette recherche, nous nous intéresserons aux variations des mesures d'expositions aux différents facteurs de risque. Ce seront les variations *pré* et *post* transactions des coefficients qui seront utilisés comme variables dépendantes dans nos modèles de régressions linéaires. Les variables explicatives seront les composantes des cotes ESG de l'acquéreur, de la cible ou encore de la distance qui sépare les deux selon l'hypothèse testée.

5.2 Risque total et spécifique

Bien que les hypothèses de la présente étude se concentrent sur les mesures d'exposition aux différents facteurs de risque, il est important de considérer d'autres mesures. D'abord, le risque total est défini selon Lubatkin et O'Neill (1987) , c'est-à-dire la volatilité totale du titre. Il s'agit de la combinaison du risque systématique et du risque idiosyncratique (spécifique). Ensuite, le risque spécifique attribuable à l'entreprise directement sera évalué

grâce à l'écart-type du terme d'erreur de l'équation (4). Selon le niveau de diversification corporative, la composante non systématique devrait varier de 60% à 80% du risque total d'un acquéreur.

6 Hypothèses

6.1 Hypothèse 1 : La variation du risque de l'acquéreur à la suite d'une F&A

L'objectif spécifique de cette étude vise à tester l'importance de la performance ESG sur les variations du risque systématique des firmes prenant part à des transactions de F&A. Comme mentionné précédemment, les conclusions quant à l'impact des F&A sur le risque systématique sont nuancées. Il est donc intéressant, dans un premier temps, de tester cette relation. Tanna et Yousef (2019) utilisent un échantillon international et trouvent que le bêta moyen des acquéreurs augmente de 0,021 à la suite de l'annonce de la transaction. Ce résultat est en accord avec d'autres études qui la précèdent. Notamment, Amihud, DeLong et Saunders (2002) rapportent une augmentation du bêta moyen de 0,023 et Focarelli, Pozzolo et Salleo (2008) concluent que le risque systématique d'une entreprise augmente significativement en moyenne suite à une transaction de fusion. De notre côté, nous utilisons le modèle à cinq facteurs de Fama. Ces résultats mènent à notre première hypothèse qui vise à vérifier les résultats précédemment cités :

H1 : Le risque systématique des firmes acquéreuses augmente en moyenne à la suite de l'annonce de la transaction de fusion ou d'acquisition.

6.1.1 Sous-proposition de l'hypothèse 1

Nous devons également contrôler pour le risque pré-transaction des acquéreurs. Notre justification s'appuie sur le raisonnement de Furfine et Rosen (2011) qui suggère que certains acquéreurs utilisent les F&A de manière à s'approcher du risque de la cible. Selon eux, nous devrions voir une réduction du risque lorsque l'acquéreur est préalablement plus risqué, tandis que les acquéreurs moins risqués devraient voir leurs mesures de risque augmenter post-transaction. Pour ce faire, semblable à Tanna et Yousef (2019), nous séparons notre échantillon de transaction selon si le coefficient bêta avant la transaction est supérieur ou inférieur à 1. L'utilité d'utiliser une valeur de 1 est de comparer la mesure de bêta relative au portefeuille de marché. Un acquéreur avec un bêta pré-transaction inférieur

à 1 est somme toute considéré moins risqué que le marché. À l'inverse, un acquéreur avec une mesure d'exposition supérieur à 1 sera considéré plus risqué que le marché. Ainsi, nous divisons la première hypothèse en deux propositions distinctes :

P1 : Le risque systématique des firmes acquéreuses augmente si leur mesure de risque ex ante est inférieure au risque du marché (l'exposition au risque de marché ou le risque systématique global).

P2 : Le risque systématique des firmes acquéreuses diminue si leur mesure de risque ex ante est supérieure au risque du marché (l'exposition au risque de marché ou le risque systématique global).

6.2 Hypothèse 2 : L'effet réducteur des facteurs ESG sur la variation du risque

Ensuite, la relation risque – performance ESG a été longuement étudiée. Il en ressort de manière générale que les firmes ayant une bonne performance extra-financière sont habituellement moins risquées au niveau financier, toute chose étant égale par ailleurs (Chollet et Sandwidi, 2018). Lorsqu'évalué dans le contexte des transactions de F&A, l'impact de bonnes pratiques ESG tend généralement à être créateur de valeur pour les firmes impliquées (Deng, Kang, et Low, 2013). Tel que mentionné, l'impact direct des facteurs ESG sur le risque des F&A reste encore un sujet principalement étudié de manière qualitative (voir section 3.7.2). Cependant, plusieurs chercheurs émettent des hypothèses quant à l'importance que prendra l'évaluation des critères ESG dans les décisions de F&A. Nous avons vu d'entrée de jeux que les facteurs ESG permettent de réduire la volatilité d'un titre et de créer de la valeur pour les actionnaires (Baron, 2001; Boutin-Dufresne et Savaria, 2004; Luo et Bhattacharya, 2009). Dans un contexte de F&A, l'évaluation que fait le marché d'une entreprise post-transaction sera impactée par la performance ESG des parties impliquées (Arouri, Gomes, et Pukthuanthong, 2019; Yen et André, 2019). C'est de ces deux relations empiriques que découle l'élaboration de notre seconde hypothèse. Une entreprise acquéreuse à cote ESG plus élevée devrait pouvoir compenser en partie l'augmentation du risque systématique empiriquement observée lorsque l'entreprise cible est plus risquée⁴. Nous émettons cependant un bémol. Certaines entreprises pourraient

⁴ <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/20/the-coming-impact-of-esg-on-ma/>

utiliser l'effet de l'investissement socialement responsable pour rehausser l'image de l'entreprise acquéreuse d'avant la transaction, afin d'augmenter notamment les chances de complétion (Deng et Yang, 2015) ou encore utiliser les F&A comme moyen « d'obtenir » une situation financière et extra-financière meilleure en acquérant une cible performante en matière d'ESG (Furfine et Rosen, 2011). La seconde hypothèse peut donc être énoncée comme suit :

H2 : Les entreprises acquéreuses comptant sur de bonnes pratiques quant aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance réduisent l'impact d'une transaction de fusion ou d'acquisition sur leur risque systématique post transactionnel.

6.3 Hypothèse 3 : L'effet de la distance ESG des parties sur la variation du risque de l'acquéreur

Finalement, lors d'une transaction de F&A, il y a toujours deux parties impliquées : l'acquéreur et la cible. Or, selon le type de transaction envisagée, les firmes peuvent avoir des caractéristiques bien distinctes. L'interaction entre les firmes en matière d'ESG s'inscrit comme une suite logique. Ainsi, au lieu de développer ses aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance, une firme pourrait faire l'acquisition d'une entreprise déjà bien reconnue dans ce domaine. L'acquéreur utiliserait à ce moment la consolidation corporative pour développer son système de responsabilité sociale. En ce sens, la motivation première d'une telle acquisition serait de nature synergétique au plan ESG. C'est-à-dire que l'entreprise acquiert l'expertise en matière ESG de la cible au lieu de la développer elle-même à l'interne, comme décrite par la théorie de Bradley, Desai et Kim (1988) et Furfine et Rosen (2011). Un acquéreur qui tenterait d'intégrer les facteurs ESG par le biais d'une acquisition devrait dès lors voir son risque systématique diminuer. Au contraire, l'intégration d'une cible moins performante en matière d'ESG devrait se refléter comme un facteur d'augmentation du risque de l'acquéreur. Nous désirons tester à savoir si la bonne performance ESG peut être transférée de l'acquéreur vers la cible (Martynova et Renneboog, 2008) et vice-versa. Explicitement notre mesure empirique sera la différence entre la cote de l'acquéreur et de la cible. Toute chose étant égale par ailleurs, plus la distance est positive, c.-à-d. l'acquéreur est de beaucoup supérieur à la cible, plus l'exposition au risque de l'acquéreur devrait augmenter. Inversement, le cas où la distance

est négative, c.-à-d. l'acquéreur sous-performe par rapport à la cible au niveau ESG, alors l'impact sur la variation du risque devrait être négatif. Suivant les sous-propositions de l'hypothèse 1, l'acquéreur bénéficierait d'un transfert du pouvoir réducteur d'une bonne notation ESG provenant de la cible. Du même fait, la performance ESG serait transférable de la cible vers l'acquéreur. Ces conclusions nous amènent à poser notre troisième hypothèse :

H3 : La distance ESG qui sépare l'acquéreur de la cible présente un impact inverse sur la variation de la mesure d'exposition au risque de l'acquéreur.

7 Méthodologie

Afin de tester chaque hypothèse précédemment élaborée, nous comparons le risque systématique des firmes environ un an avant et un an après la transaction. Cette période semble être suffisante pour capter une bonne partie des gains synergétiques potentiels et des variations des caractéristiques de la firme (Amihud, DeLong, et Saunders, 2002; Focarelli, Pozzolo, et Salleo, 2008). Cette comparaison se fait en deux étapes. D'abord, nous évaluons le bêta des acquéreurs avant l'annonce de la transaction, puis après l'annonce. Le bêta pré-transaction est soustrait du bêta post-transaction. Suivant la méthodologie de Tanna et Yousef (2019), nous obtenons une variation du bêta des firmes ($\Delta \text{Bêta}$). Ensuite, la seconde étape consiste à effectuer des analyses univariées, puis multivariées sur le changement du bêta de l'acquéreur afin de formellement tester les hypothèses concernant l'impact des critères ESG sur le risque systématique en contexte de F&A.

7.1 Estimations des bêtas

Les rendements observés sont régressés suivant l'équation (4).

En utilisant une approche d'étude évènementielle, le changement du risque systématique de l'acquéreur sera évalué par la différence du bêta x avant et après l'annonce de la transaction i de F&A. C'est-à-dire que :

$$\Delta \text{Bêta}_{xi} = \text{Bêta}_{xi} \text{ après l'annonce} - \text{Bêta}_{xi} \text{ avant l'annonce} \quad (5)$$

Où $B\hat{\epsilon}_{xi}$ représente la valeur, avant ou après la F&A, des différentes mesures d'exposition de chaque entreprise i aux facteurs de risque x du modèle empirique de Fama et French (2015), soit :

b_i (risque de marché), s_i (risque de l'effet taille), h_i (risque de l'effet valeur), r_i (risque de profitabilité), c_i (risque de l'investissement).

Nous utilisons également une mesure relative de la variation du risque systématique global de l'acquéreur (RSG), soit :

$$\Delta RSG_i = \sum ((B\hat{\epsilon}_{xi} \text{ après l'annonce} - B\hat{\epsilon}_{xi} \text{ avant l'annonce}) W_x) \quad (6)$$

Où RSG_i représente la sommation des différentes mesures d'exposition aux facteurs x définies à l'équation (5) pour chaque acquéreur i . Dans ce cas-ci, nous pondérons la valeur de chaque mesure d'exposition en fonction de la valeur moyenne du facteur de risque qui lui est associé (W_x) sur la période de 1990 à 2020 exclusivement. Ceci nous assurant de donner une importance relative plus importante aux facteurs de risque historiquement plus élevés. L'hypothèse derrière la construction de cette mesure d'exposition globale étant que dans la mesure où les rendements des portefeuilles SMB, HML, RMW et CMA représentent une approximation pour un risque qui n'est pas capté par l'indice de marché, les coefficients bêtas de ces portefeuilles représentent la sensibilité aux différentes mesures de risque systématique autres que le bêta lié à l'indice de marché.

Les bêtas avant l'annonce sont mesurés sur la période de -260 à -20 jours avant la transaction et les bêtas après l'annonce sont mesurés sur la période de +20 à +260 jours suivant la transaction telle que Tanna et Yousef (2019). Nous pourrions ensuite utiliser ces résultats comme variables dans des analyses univariées afin d'obtenir un portrait global de la variation des mesures de risque systématique. Il sera également intéressant de développer des sous-ensembles de transactions dans notre analyse afin de mesurer l'ampleur de la variation des bêtas selon différentes caractéristiques des transactions. Notamment, l'ampleur de la prime de contrôle sur les variations du risque, c'est-à-dire que nous divisons notre échantillon selon le pourcentage acquis (plus de 50 % ou non). L'attitude des différentes parties de la transaction, c'est-à-dire s'il s'agit d'une offre hostile

ou non. Nous classifions également les transactions selon s'il s'agit d'une F&A impliquant deux entreprises évoluant dans le même pays, ainsi que dans la même industrie. Ce premier test nous sert à évaluer notre première hypothèse à savoir l'impact de l'annonce d'une transaction de F&A sur le risque systématique des firmes acquéreuses.

7.2 Risque total et spécifique

Le risque spécifique ou non systématique (UR) est défini comme l'écart-type du terme d'erreur e_{it} de l'équation (4). Nous calculons une différence du risque spécifique (ΔUR) en soustrayant la variation qui précède la transaction de la variation à la suite de la transaction. La différence qui en résulte devrait représenter le changement de risque spécifique due à la F&A. Une différence positive implique que le risque augmente. Par la construction de ΔUR , nous contrôlons implicitement pour la taille et plusieurs caractéristiques propres à l'acquéreur qui ne sont pas reliées à la transaction. L'estimé pré-transaction reflète ces différentes caractéristiques.

Une variable de différence du risque total ($\Delta Risque\ total$) est calculée pour chaque acquéreur en soustrayant l'estimation du risque total précédant la F&A de la mesure post-transaction. Tel que défini précédemment, le risque total est estimé selon l'écart-type du rendement excédentaire d'une entreprise sur le taux sans risque.

7.3 Régressions sur la variation du risque systématique de l'acquéreur

Nous passons ensuite aux régressions statistiques afin d'évaluer la variation du risque systématique des acquéreurs. Nous pourrions d'ailleurs analyser l'effet de plusieurs caractéristiques propres à chaque transaction de F&A sur la variation des bêtas et de la mesure de risque totale pondérée. Afin de répondre à notre seconde hypothèse qui stipule que la performance extra-financière des entreprises acquéreuses (A) permet une réduction de la variation du risque systématique à la suite d'une transaction de F&A,

posons:

$$\begin{aligned} \Delta B\hat{e}ta_{xi} = & \beta_0 + \beta_1 Score_{fi} + \beta_2 Preb\hat{e}ta_{xi} + \beta_3 logTC_i + \beta_4 logTA_i \\ & + \beta_5 B/M_{fi} + \beta_6 Lev_{fi} + \beta_7 ROA_{fi} + \beta_8 ROE_{fi} + \beta_9 Cont_i \\ & + \beta_{10} Att_i + \beta_{11} Trans_i + \beta_{12} Indus_i + \mu \end{aligned} \quad (7)$$

Dans ces modèles, β_0 représente la constante de régression. $Score_{fi}$ où f peut prendre la valeur de l'acquéreur (A) ou de la cible (C) de la transaction i . La variable $Score$ peut prendre une des valeurs des composantes ESG, ENV, SOC, GOV de la cible ou de l'acquéreur précédent la transaction. Le test sera effectué 40 fois au total de manière à prendre en compte les différents contextes. Le test sera effectué 4 fois afin de considérer les notations ESG de l'acquéreur (ESGa, ENVa, SOCa, GOVa). Ensuite, 4 fois afin de considérer la performance ESG de la cible (ESGc, ENVc, SOCc, GOVc) et ce pour chaque mesure d'exposition x (b_i, s_i, h_i, r_i, c_i). Les variables de contrôle incluses dans le modèle sont $PreB\hat{e}ta_{xi}$ qui représente le bêta de l'acquéreur avant la transaction. TC_i qui représente la taille de la cible de la transaction (log de la valeur de la capitalisation boursière de la cible) afin de prendre la taille de la cible en considération. TA_i qui représente la taille de l'acquéreur (le log de la valeur marchande de l'acquéreur en millions de dollars US). B/M_{fi} le ratio valeur comptable sur valeur marchande de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction. Lev_{fi} , le ratio de levier de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction. ROA_{fi} qui représente le ratio de rendement de l'actif de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction. ROE_{fi} le bénéfice par action de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction. $Cont_i$ une variable binaire d'acquisition de contrôle dans la transaction (prend la valeur de 1 si l'acquéreur acquiert plus de 50% des actifs de la cible, 0 sinon). Att_i , une variable binaire de l'attitude des négociations dans la transaction (prend la valeur de 1 si l'offre d'achat est hostile, 0 sinon). $Trans_i$ qui sert à évaluer s'il s'agit d'une transaction transfrontalière (prend la valeur de 1 si le pays dans lequel la cible est située est différent du pays dans lequel évolue l'acquéreur, 0 sinon). $Indus_i$ qui sert à évaluer s'il s'agit d'une transaction dans laquelle l'acquéreur opère dans la même industrie que la cible (prend la valeur 1 si l'industrie est différente, 0 sinon). Finalement μ , l'erreur d'estimation du modèle. Le modèle servira à tester le pouvoir explicatif de la performance ESG de la cible ou de l'acquéreur sur la variation du risque systématique de l'acquéreur.

Nous introduisons également une équation semblable afin de tester le pouvoir explicatif des variables ESG sur la variation de l'exposition de l'acquéreur au risque systématique global.

$$\begin{aligned}\Delta RSG_i = & \beta_0 + \beta_1 Score_{fi} + \beta_2 PreRSG_i + \beta_3 logTC_i + \beta_4 logTA_i \\ & + \beta_5 B/M_{fi} + \beta_6 Lev_{fi} + \beta_7 ROA_{fi} + \beta_8 ROE_{fi} \\ & + \beta_9 Cont_i + \beta_{10} Att_i + \beta_{11} Trans_i + \beta_{12} Indus_i + \mu\end{aligned}\quad (8)$$

Dans l'équation (8), ΔRSG_i représente la variation de la mesure RSG de l'acquéreur à la suite de l'annonce de la F&A. Les variables de contrôle sont semblables à celles utilisées pour l'équation (7). Le seul changement s'applique à la mesure ex ante d'exposition qui sera *PreRSG* (plutôt que *PreBêta* pour l'équation (7)).

Afin de répondre à l'hypothèse 3, à savoir l'impact inverse de la distance ESG entre l'acquéreur et la cible sur la variation du risque systématique de l'acquéreur.

posons :

$$\begin{aligned}\Delta Bêta_{xi} = & \beta_0 + \beta_1 (Score_{Ai} - Score_{Ci}) + \beta_2 Prebêta_{xi} + \beta_3 logTC_i \\ & + \beta_4 logTA_i + \beta_5 B/M_{fi} + \beta_6 Lev_{fi} + \beta_7 ROA_{fi} + \beta_8 ROE_{fi} \\ & + \beta_9 Cont_i + \beta_{10} Att_i + \beta_{11} Trans_i + \beta_{12} Indus_i + \mu\end{aligned}\quad (9)$$

Dans ce modèle, les variables explicatives et les variables de contrôle sont les mêmes que pour l'équation (7) précédemment définie, ou $\Delta Bêta_{xi}$ est la variation des différentes mesures d'exposition des facteurs de risque x du modèle (4). Nous utilisons la différence des cotes ESG de l'acquéreur et de la cible impliquées dans la transaction *i* plutôt que la valeur de leur score en absolue. Le test sera effectué 4 fois afin de considérer les différents contextes (ESG, ENV, SOC, GOV), et ce pour chacun des 5 coefficients du modèle (4) (*bi*, *si*, *hi*, *ri*, *ci*). Au total, le test sera effectué 20 fois.

Finalement nous testons notre troisième hypothèse en prenant en considération la mesure du risque systématique global :

$$\begin{aligned}
\Delta RSG_i = & \beta_0 + \beta_1 (Score_{Ai} - Score_{Ci}) + \beta_2 PreRSG_i + \beta_3 \log TC_i \\
& + \beta_4 \log TA_i + \beta_5 B/M_{fi} + \beta_6 Lev_{fi} + \beta_7 ROA_{fi} + \beta_8 ROE_{fi} \quad (10) \\
& + \beta_9 Cont_i + \beta_{10} Att_i + \beta_{11} Trans_i + \beta_{12} Indus_i + \mu
\end{aligned}$$

Dans ce modèle, les variables explicatives et les variables de contrôle sont les mêmes que pour l'équation (8) précédemment définie. Nous utilisons la différence des cotes ESG de l'acquéreur et de la cible impliquées dans la transaction i plutôt que la valeur de leur score en valeur absolue. Le test sera effectué 4 fois afin de considérer les différents contextes (ESG, ENV, SOC, GOV).

8 Données

8.1 Variables d'intérêt

Les données relatives aux différentes transactions de fusions ou d'acquisitions ont été extraites de la base de données Thomson Reuters SDC. Nos données comportent des transactions postérieures à 2002, afin de concorder avec les données des facteurs ESG disponibles. Il faudra également que les données soient filtrées sur les cibles publiques uniquement, afin de pouvoir obtenir facilement nos différentes variables de contrôle attribuables aux cibles.

Ensuite, les données portant sur la performance ESG des entreprises sont extraites de la base de données Thomson Reuters ASSET4. Cette base de données fournit des mesures objectives et systématiques en matière d'environnement, de gouvernance et sociales basée sur plus de deux cent cinquante indicateurs de performances. Le pilier de l'environnement est mesuré à partir de données groupées en trois sous-thèmes, la gestion des ressources utilisées, la réduction des émissions et l'innovation des produits offerts. L'aspect social compte les sous-thèmes de la responsabilité vis-à-vis la clientèle, de l'engagement envers et au sein des communautés, du respect des droits de la personne, de la diversité de la main d'œuvre, ainsi que de la qualité des emplois (salaires, formations offertes). Aussi, le pilier de gouvernance se mesure selon l'engagement, la rémunération du conseil d'administration, l'intégration de la vision et de la stratégie de l'entreprise et sur le niveau de protection offert aux actionnaires. Notre choix de base de données dans l'évaluation de

l'impact ESG sur les F&A est en accord avec Gomes et Marsat (2018) qui testent à savoir si la performance ESG d'une cible potentielle est valorisée dans l'évaluation d'une transaction. Aussi, ASSET4 est utilisée par Chollet et Sandwidi (2018), afin de mesurer la relation entre le risque d'une entreprise et son engagement ESG.

Le tableau1 présente les transactions de l'échantillon par pays de domiciliation des firmes acquéreuses et des entreprises cibles. L'échantillon total comprend 229 transactions impliquant des acquéreurs de 31 pays différents et des cibles de 36 pays différents. En regardant la colonne « économie développée », nous remarquons que plus de 85% de l'échantillon se retrouve dans des économies développées, ce qui justifie le choix des facteurs de risque (voir section 5).

Tableau 1. Transactions par pays de domiciliation

Le tableau présente la totalité des transactions selon le pays de domiciliation de l'acquéreur et de la cible. Il y est également indiqué si l'acquéreur évolue dans une économie développée.

		Données	
Pays de l'acquéreur	Pays de la cible	Nombre de transactions	% de l'échantillon Economie Développée
Australia	Australia	14	5,11%
	Canada	2	0,87%
	Ireland	1	0,44%
	New Zealand	3	1,31%
	Papua New Guinea	1	0,44%
	United Kingdom	1	0,44%
Total Australia		22	9,61%
Austria	Austria	3	1,31%
Total Austria		3	1,31%
Brazil	Brazil	2	0,87%
	Portugal	2	0,87%
Total Brazil		4	1,75%
Canada	Australia	1	0,44%
	Canada	7	3,06%
	United States	1	0,44%
Total Canada		9	3,93%
Chile	Colombia	1	0,44%
Total Chile		1	0,44%
China (Mainland)	Australia	1	0,44%
	Canada	2	0,87%
	China (Mainland)	1	0,44%
	Hong Kong	1	0,44%
		1	0,44%
Total China (Mainland)		5	2,18%
Colombia	Colombia	1	0,44%
Total Colombia		1	0,44%
France	Australia	1	0,44%
	France	5	2,18%
	Germany	1	0,44%
	Greece	1	0,44%
	Spain	1	0,44%
	Sweden	1	0,44%
	United Kingdom	1	0,44%
	United States	2	0,87%
Total France		13	5,68%
Germany	Germany	2	0,87%
	Greece	3	1,31%
	India	1	0,44%
	Japan	2	0,87%
	Spain	3	1,31%
	Sweden	5	2,18%
Total Germany		16	6,99%
Greece	Greece	3	1,31%
Total Greece		3	1,31%
Hong Kong	China (Mainland)	1	0,44%
	Hong Kong	1	0,44%
		2	0,87%
Total Hong Kong		2	0,87%
India	India	1	0,44%
	South Africa	1	0,44%
Total India		2	0,87%
Italy	Spain	2	0,87%
Total Italy		2	0,87%
Japan	China (Mainland)	1	0,44%
	Japan	15	6,55%
	Netherlands	1	0,44%
	Singapore	1	0,44%
	South Korea	1	0,44%
	United States	2	0,87%
Total Japan		21	9,17%
Mexico	Mexico	1	0,44%
	Netherlands	1	0,44%
	United States	1	0,44%
Total Mexico		3	1,31%
Norway	Norway	4	1,75%
Total Norway		4	1,75%
Poland	Poland	1	0,44%
Total Poland		1	0,44%
Portugal	Portugal	4	1,75%
Total Portugal		4	1,75%
Qatar	Egypt	1	0,44%
Total Qatar		1	0,44%
Russia	Australia	2	0,87%
Total Russia		2	0,87%
Singapore	Australia	1	0,44%
	Indonesia	1	0,44%
		2	0,87%
Total Singapore		2	0,87%
South Africa	South Africa	3	1,31%
Total South Africa		3	1,31%
South Korea	Australia	1	0,44%
	Brazil	1	0,44%
	Canada	1	0,44%
	South Africa	1	0,44%
	South Korea	2	0,87%
	United States	1	0,44%
Total South Korea		7	3,06%
Spain	Brazil	1	0,44%
	China (Mainland)	1	0,44%
	France	3	1,31%
	Germany	2	0,87%
	Poland	1	0,44%
	Spain	9	3,93%
	Turkey	3	1,31%
	United States	1	0,44%
Total Spain		21	9,17%
Sweden	United States	1	0,44%
Total Sweden		1	0,44%
Switzerland	United Kingdom	5	2,18%
Total Switzerland		1	0,44%
Taiwan	China (Mainland)	6	2,62%
	Taiwan	1	0,44%
		2	0,87%
Total Taiwan		2	0,87%
Thailand	Thailand	2	0,87%
Total Thailand		2	0,87%
United Arab Emirates	Kuwait	1	0,44%
Total United Arab Emirates		1	0,44%
United Kingdom	Australia	2	0,87%
	Canada	6	2,62%
	India	3	1,31%
	Russia	1	0,44%
	Spain	1	0,44%
	United Kingdom	6	2,62%
Total United Kingdom		19	8,30%
United States	Australia	5	2,18%
	Bermuda	3	1,31%
	Canada	2	0,87%
	Denmark	1	0,44%
	Germany	1	0,44%
	Ireland	1	0,44%
	Netherlands	2	0,87%
	South Africa	1	0,44%
	Spain	1	0,44%
	United Kingdom	2	0,87%
	United States	27	11,79%
Total United States		46	20,09%
Total général		229	100,00%
			85,59%

8.2 Variables de contrôle

Les variables de contrôle choisies sont tirées d'études portant sur les F&A (Bradley, Desai, et Kim, 1988; Wang et Xie, 2008; Yen et André, 2019). D'abord les variables de contrôle propres aux entreprises impliquées, le bêta de l'acquéreur précédant la transaction (*Prebêta*), la taille des entreprises (*TA*) et (*TC*) le ratio valeur comptable sur valeur marchande de l'acquéreur et de la cible précédents la transaction (B/M), le levier financier de l'acquéreur ou de la cible précédant la transaction (*Lev*), le rendement de l'actif de l'acquéreur et de la cible (*ROA*), le rendement sur l'équité de l'acquéreur et de la cible (*ROE*).

Ensuite, les variables de contrôle propre à chacune des transactions. La variable (*TC*), qui sert de mesure à l'ampleur de la transaction. Une variable binaire pour contrôler l'effet de la prime d'une acquisition de contrôle (*Cont*), une seconde variable muette (*Att*) , afin de considérer l'attitude des parties impliquées dans la transaction (offre hostile ou non), une variable pour tester l'effet de la situation géographique des entreprises (*Trans*) et une dernière variable binaire permettant de tester l'effet de diversification entre industries (*Indus*).

8.3 Discussion sur les données

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives de la totalité des variables qui font l'objet de la présente étude.

D'abord, la section 1 du tableau présente les données relatives aux régressions en séries chronologiques utilisées pour estimer les différents bêtas du modèle (4). Notons que le rendement (*Ri*) quotidien moyen des acquéreurs sur la période d'évaluation est de 0,0281%. En ce qui concerne nos différents facteurs de risque, la prime quotidienne moyenne de risque associé au marché est de 0,0171%. Les primes quotidiennes moyennes associées aux facteurs SMB, HML, RMW et CMA sont respectivement de -0,0004%, 0,0016%, 0,0154% et 0,0087%.

Ensuite, la seconde section présente les données utiles à l'analyse en coupes transversales. On remarque que la variation moyenne du bêta de marché de l'acquéreur sur l'ensemble de l'échantillon est de 0,0651. Ceci implique notamment que la mesure d'exposition au

risque de marché de l'acquéreur augmente à la suite de l'annonce d'une F&A. La variation moyenne du bêta de l'effet taille diminue de 0,0243. L'exposition de l'acquéreur au facteur de l'effet valeur diminue en moyenne 0,0686. Le bêta associé au facteur de profitabilité diminue de 0,2601. La variation de l'exposition au facteur de l'investissement diminue en moyenne de 0,0698 pour la totalité de notre échantillon. Également, notons que la variation moyenne de la mesure d'exposition de risque systématique global (RSG) est de -0,3577 impliquant à ce moment que le risque systématique global de l'acquéreur tel que défini précédemment diminue en moyenne pour l'ensemble de l'échantillon. La variation du risque idiosyncratique augmente en moyenne (0,0014). Le risque total augmente en moyenne pour l'ensemble de l'échantillon (0,0018).

Au niveau des variables uniques à chaque F&A, on remarque que la variable binaire associée au contrôle (CONT) est en moyenne de 0,57, suggérant qu'il y a plus de transactions dans lesquelles l'acquéreur obtient plus de 50% des actions de la cible. Ensuite, la variable reliée à l'attitude (ATT) présente une moyenne de 0,19, impliquant que la majorité des transactions sont négociées à l'amiable (seulement 20% des offres sont hostiles). En ce qui a trait aux variables de diversifications, notons que l'échantillon est bien divisé comportant 50% de transaction transfrontalière (Trans) et aussi 48% impliquant des entreprises œuvrant dans des industries différentes (Indus).

Le tableau 3 présente la matrice de corrélation de nos différentes variables d'intérêt. Nous remarquons un fort lien entre les différentes composantes ESG et le score global (autant pour l'acquéreur que pour la cible). Également la taille des entreprises est corrélée avec les variables ESG, impliquant que plus une firme est grande (en termes de capitalisation), plus elle a à cœur les différentes notions ESG. La variable attribuable aux transactions transfrontalières est positivement corrélée avec les composantes ESG de l'entreprise cible. Ceci suggère que les cibles potentielles à forte implication ESG sont plus susceptibles de recevoir une offre de la part d'un acquéreur situé dans un pays de domiciliation différent.

Tableau 2. Statistiques descriptives des variables utilisées

<p>Le tableau présente les statistiques descriptives relatives à l'échantillon de la présente étude. L'échantillon comporte 229 transactions postérieures à 2002. La section 1 présente les données utiles aux régressions en séries chronologiques, où R_i est le rendement quotidien des firmes acquéreuses sur une période de 480 jours entourant l'annonce de la transaction i. SMB, HML, RMW, CMA et RF sont respectivement les facteurs de risque associés à l'effet taille, l'effet valeur, de profitabilité, de l'investissement et le taux sans risque. La section 2 du tableau présente les variables utilisées en régressions transversales. Les variables Δb_i, Δsi, Δhi, Δri, Δci, ΔRSG, ΔUR et Δ Risque total représentent les variations des mesures d'exposition aux différents facteurs de risque de l'entreprise acquéreuse dans la transaction i. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont les cotes des différents facteurs ESG de l'acquéreur (a) et de la cible (c) dans la transaction i tirée de la base de donnée Thomson Reuters ASSET4. Le reste de la section 2 présente les différentes variables de contrôle décrites en détail à la section 8.2.</p>					
Section 1. Données utiles aux régressions de séries chronologiques					
		Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
R_i		0,0281%	0,1204%	-0,5396%	0,4345%
Mkt-RF		0,0171%	0,0584%	-0,1287%	0,1318%
SMB		-0,0004%	0,0167%	-0,0360%	0,0494%
HML		0,0016%	0,0168%	-0,0293%	0,0546%
RMW		0,0154%	0,0104%	-0,0075%	0,0414%
CMA		0,0087%	0,0148%	-0,0278%	0,0549%
RF		0,0049%	0,0066%	-0,0026%	0,0190%
Section 2. Données utiles aux regressions transversales					
	N	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Δb_i	229	0,0651	0,4487	-1,4426	1,5580
Δsi	229	-0,0243	0,7374	-2,4883	2,1958
Δhi	229	-0,0686	1,6413	-11,5464	8,1870
Δri	229	-0,2601	1,9412	-15,9838	6,6356
Δci	229	-0,0698	1,8221	-8,9853	6,3760
ΔRSG	229	-0,3577	3,4508	-23,2805	7,9671
ΔUR	229	0,0014	0,0126	-0,0789	0,0675
Δ Risque tota	229	0,0018	0,0155	-0,0965	0,0652
ESGa	229	61,58	24,60	6,14	93,88
ENVa	229	64,18	30,95	8,43	96,85
SOCa	229	65,86	30,05	3,55	98,45
GOVa	229	54,70	28,55	2,08	96,02
ESGc	229	51,14	25,09	5,72	93,46
ENVc	229	51,94	33,34	8,59	96,72
SOCc	229	51,55	33,10	3,57	98,36
GOVc	229	49,91	28,13	1,33	95,56
BMa	229	60,51	303,57	-0,29	3178,94
LEVa	229	5,16	24,46	-148,60	311,67
ROAa	229	0,05	0,07	-0,12	0,52
ROEa	229	0,54	4,79	-3,41	70,38
TA	229	3,15	0,06	2,96	3,36
BMc	229	47,48	368,61	-0,46	5288,99
LEVc	229	3,08	10,26	-34,28	127,68
ROAc	229	0,03	0,10	-0,59	0,33
ROEc	229	0,07	0,60	-6,18	2,60
TC	229	3,09	0,07	2,86	3,24
CONT	229	0,57	0,50	0	1
ATT	229	0,19	0,39	0	1
Trans	229	0,50	0,50	0	1
Indus	229	0,48	0,50	0	1

Tableau 3. Matrice de corrélation des variables de l'étude

	Δ bi	Δ si	Δ hi	Δ ri	Δ ci	Δ RSG	Δ UR	Δ Risque total	ESGa	ENVa	SOCa	GOVa	ESGc	ENVc	SOCc	GOVc	BMa	LEVa	ROAa	ROEa	TA	BMc	LEVc	ROAc	ROEc	TC	CONT	ATT	Trans	Indus
Δ bi	1,000																													
Δ si	,307**	1,000																												
Δ hi	-,148*	-0,070	1,000																											
Δ ri	-0,032	-0,073	,607**	1,000																										
Δ ci	0,099	-0,111	-,342**	0,021	1,000																									
Δ RSG	,159*	0,120	,602**	,842**	,366**	1,000																								
Δ UR	-,184**	-0,044	,187**	0,062	-,271**	-0,053	1,000																							
Δ Risque total	-,155*	-0,061	,154*	0,032	-,292**	-0,096	,964**	1,000																						
ESGa	0,009	0,078	-0,092	0,060	0,094	0,058	-0,095	-0,089	1,000																					
ENVa	0,053	0,068	-0,101	0,074	0,104	0,070	-0,087	-0,078	,893**	1,000																				
SOCa	0,047	0,067	-0,113	0,055	0,103	0,052	-0,111	-0,109	,897**	,842**	1,000																			
GOVa	-0,084	0,057	-0,008	0,017	0,024	0,019	-0,035	-0,031	,673**	,338**	,354**	1,000																		
ESGc	0,014	0,007	-0,097	-0,025	0,063	-0,024	0,022	0,039	,387**	,328**	,323**	,305**	1,000																	
ENVc	0,080	0,025	-0,128	0,030	0,084	0,016	0,004	0,013	,357**	,392**	,356**	0,123	,859**	1,000																
SOCc	0,025	0,003	-0,097	-0,038	0,091	-0,016	0,039	0,054	,363**	,363**	,376**	,150*	,912**	,802**	1,000															
GOVc	-0,085	-0,016	0,005	-0,057	-0,037	-0,064	0,009	0,024	,185**	-0,016	0,002	,493**	,586**	,169*	,312**	1,000														
BMa	-0,047	-0,030	-0,037	0,014	-0,007	-0,026	-0,037	-0,048	-,144*	-0,045	-0,078	-,242**	-,156*	-,135*	-0,108	-,130*	1,000													
LEVa	-0,002	-0,096	0,041	-0,018	0,112	0,048	-0,056	-0,032	0,080	0,077	0,051	0,070	-0,067	-0,077	-0,036	-0,044	-0,005	1,000												
ROAa	0,022	-0,049	-0,030	0,055	-0,002	0,008	0,065	0,050	0,010	-0,029	-0,010	0,068	0,105	-0,002	0,064	,207**	-0,121	-0,024	1,000											
ROEa	-0,020	-0,028	0,007	-0,012	-0,036	-0,031	0,011	0,005	0,083	0,079	0,038	0,088	-0,036	-0,027	-0,058	0,004	-0,021	,707**	0,011	1,000										
TA	0,036	0,034	-0,028	0,053	0,033	0,046	-0,066	-0,031	,414**	,441**	,377**	,196**	,279**	,252**	,321**	0,070	-0,082	,138*	0,067	0,022	1,000									
BMc	-0,021	0,003	0,022	0,062	0,047	0,069	-0,027	-0,031	-0,127	-,135*	-0,067	-0,112	-0,021	-0,018	0,012	-0,049	0,119	0,022	-0,067	-0,012	0,010	1,000								
LEVc	-0,102	0,017	0,021	-0,036	-,164*	-0,106	0,061	0,049	0,077	0,063	0,120	0,005	0,046	0,080	0,043	-0,022	-0,017	-,242**	-,216**	,172**	0,030	0,020	1,000							
ROAc	0,063	0,094	0,109	-0,032	-0,027	0,048	0,008	-0,026	0,086	0,063	0,087	0,061	,207**	,197**	,241**	0,037	-0,124	0,014	0,083	0,012	0,100	-0,009	-0,065	1,000						
ROEc	0,120	-0,001	0,064	0,025	0,110	0,118	-0,017	-0,015	-0,005	-0,023	0,043	-0,032	0,046	0,003	0,111	-0,011	-0,023	,277**	,209**	-,152*	0,106	0,002	-,397**	,340**	1,000					
TC	,150*	0,020	-0,043	-0,034	0,029	0,000	0,055	0,067	,219**	,256**	,232**	0,044	,498**	,502**	,585**	0,050	-,142*	-0,096	0,125	-,178**	,555**	0,007	0,015	,374**	,178**	1,000				
CONT	0,077	-0,059	-0,103	-0,017	0,107	-0,005	-0,087	-0,074	0,022	0,100	0,060	-0,115	-,138*	-0,009	-0,090	-,253**	0,065	0,026	-0,105	-0,095	0,118	-0,060	-0,045	-0,101	0,052	-0,025	1,000			
ATT	-0,061	0,070	-0,011	0,004	0,006	0,007	0,049	0,054	,148*	0,094	0,079	,198**	,223**	0,076	,166*	,312**	-0,069	0,082	,132*	,131*	0,050	-0,061	-0,067	,146*	-0,021	,138*	-,506**	1,000		
Trans	0,086	0,014	-,170**	-0,072	0,106	-0,051	-0,115	-0,113	,204**	,200**	,211**	0,088	0,085	0,024	0,088	0,094	0,052	0,110	0,077	0,051	,352**	0,028	-0,110	-0,018	-0,003	0,117	0,111	0,013	1,000	
Indus	0,021	,152*	0,021	-0,102	-,142*	-0,087	0,086	0,074	0,108	0,015	0,063	,196**	-0,015	-0,082	-0,061	0,127	-,132*	-0,108	0,120	-0,050	-0,078	0,042	0,072	-0,066	-0,029	-0,034	-,159*	0,071	,205**	1,000

* p < 0,10 ** p < 0,05 *** p < 0,01

Le tableau 3 présente les coefficients de corrélation entre les différentes variables explicatives de la présente étude.

9 Résultats empiriques

Afin d'analyser d'abord l'impact des F&A sur le risque des acquéreurs, nous mesurons l'exposition de l'acquéreur aux différents facteurs de risque en utilisant la méthode décrite à la section 5. La significativité statistique du changement des mesures d'exposition de risques suivant la transaction ($\Delta B\hat{e}ta_{xi}$ et ΔRSG) pour l'échantillon total de transaction, ainsi que pour nos différentes sous-catégories pertinentes est d'abord réalisée à l'aide d'une analyse univariée. Des tests paramétriques (Test t pour échantillons indépendants) et non paramétriques (Test des rangs signés de Wilcoxon et Test U de Mann-Whitney) sont utilisés pour tester, dans un premier temps, la significativité de la différence des mesures pré et post-transaction. Contrairement au test paramétrique, les tests des rangs signés de Wilcoxon et U de Mann-Whitney n'assument pas la normalité des groupes à l'étude. Le Test des rangs signés s'intéresse à un paramètre de position, c'est-à-dire la médiane. Le but étant de tester s'il existe un changement sur la médiane entre deux groupes. Nous ajoutons ces deux tests afin de renforcer nos conclusions vis-à-vis la première hypothèse. Nous testons ensuite pour une différence de moyenne sur les variations des mesures d'exposition ($\Delta bi, \Delta hi, \Delta si, \Delta ri, \Delta ci$ et ΔRSG) au sein de différentes catégories : F&A partielles, F&A hostiles, F&A internationales, F&A domestiques, F&A en relation, F&A conglomerates. Ces manipulations nous permettent de tester la première hypothèse posée à la section 6, qui concerne l'augmentation du risque suivant une transaction. Ceci est suivi par une analyse multivariée (équations 7 à 10) visant à tester les hypothèses 2 et 3 concernant l'impact des différents facteurs ESG sur la variation du risque des acquéreurs lors d'une transaction de F&A.

9.1 Présentation des résultats de l'hypothèse 1

Testons l'hypothèse 1 : *Le risque systématique des firmes acquéreuses augmente en moyenne à la suite de l'annonce de la transaction de fusion ou d'acquisition.*

Le tableau 4 présente les principaux résultats concernant les différents bêtas, ainsi que les mesures de risque totales pour l'entièreté de l'échantillon de 229 transactions. Les résultats indiquent que l'exposition au risque de marché de l'acquéreur augmente en moyenne après l'annonce d'une transaction pour l'échantillon complet. L'exposition au risque de marché

avant la transaction « bi avant transaction » moyenne est de 0,77709, et le « bi après transaction » moyen est 0,84219. Ainsi, l'augmentation moyenne de la mesure du bêta de marché est de 0,0651. Ceci est en accord avec d'autres études empiriques préalablement citées. Notamment, Amihud, DeLong et Saunders (2002) concluent une légère augmentation significative du bêta de marché de l'acquéreur. Leur étude se focalise sur les banques de quelques pays en particulier : Europe, États-Unis, Australie, Canada et Japon et couvre la période de 1985 à 1998. Focarelli, Pozzolo et Salleo (2008) concluent une augmentation significative de 0,023 du bêta moyen des acquéreurs. Leur étude se concentre dans le secteur financier et contient des transactions impliquant 75 pays sur la période de 1988 à 2007. Dans les résultats précédents, Δ bi est statistiquement significatif, ce qui suggère que l'exposition au risque de marché des acquéreurs augmente, en moyenne, à la suite de l'annonce d'une F&A.

La mesure d'exposition au facteur de risque de taille (si) ne varie pas de façon significative dans l'échantillon. L'exposition au facteur taille avant la transaction « si avant transaction » moyenne est de 0,00340 et le « si après transaction » moyen est -0,02089.

La mesure d'exposition au facteur de risque de valeur (hi) ne varie pas de façon significative dans l'échantillon. L'exposition au facteur de valeur avant la transaction « hi avant transaction » moyenne est de 0,41299 et le « hi après transaction » moyen est 0,34437.

La mesure d'exposition au facteur de risque d'investissement (ri) varie de façon significative dans l'échantillon. L'exposition au facteur d'investissement avant la transaction « ri avant transaction » moyenne est de 0,16027 et le « ri après transaction » moyen est -0,09979. Ainsi, on observe une diminution significative de l'exposition au facteur de risque d'investissement (-0,26006).

La mesure d'exposition au facteur de risque de profitabilité (ci) ne varie pas de façon significative dans l'échantillon. L'exposition au facteur de profitabilité avant la transaction « ci avant transaction » moyenne est de -0,35605 et le « ci après transaction » moyen est -0,42586.

Finalement, en prenant la variation de notre mesure d'exposition au risque systématique global (RSG) nous ne pouvons conclure une variation significative sur l'ensemble de notre échantillon. La mesure moyenne avant la transaction est de 0,9977 et la mesure moyenne à la suite de la transaction est de 0,6400. Δ RSG n'atteint pas de seuil de significativité probant (5%).

La seconde partie du tableau 4 présente les principaux résultats concernant nos autres mesures de risque : non systématique (UR) et total (Risque total). Le risque spécifique moyen avant l'annonce de la transaction est de 0,01808. La mesure post-transaction moyenne est de 0,01945. La variation moyenne est de 0,00137 et s'approche d'un seuil de significativité intéressant (cote t de 1,643). D'ailleurs le Test des rangs signés de Wilcoxon indique un changement significatif. Nous conservons donc le résultat avec certaines réserves.

Le risque total moyen précédant la transaction est de 0,02157 et la mesure post-transaction moyenne est de 0,02334. La variation (Δ) du Risque total est de 0,00177 et est significative à un seuil de 10%, suggérant que le risque total de l'acquéreur augmente à la suite de l'annonce d'une transaction de F&A.

Les résultats qui précèdent suggérant que l'augmentation de l'exposition au risque de marché peut être compensée par une diminution de l'exposition à d'autres facteurs de risque. Dans notre cas, Δb_i est significativement positif, Δr_i est significativement négatif. Si on analyse la mesure d'exposition au risque systématique global, nous ne pouvons conclure à une variation significative. Ce résultat est en accord avec Thijssen (2008) qui avance que le "timing" des F&A est motivé non seulement par des gains synergétiques, mais aussi par un moyen de diversifier le risque. Au niveau du risque spécifique, nos résultats sont en accord avec Lubatkin et O'Neill (1987) qui concluent à une augmentation du risque non systématique de 0,0069 pour un échantillon de fusions d'entreprises américaines après 1973.

Également, tel que mentionné précédemment, le résultat peut varier selon le type de F&A. En effet, Amihud et Lev (1981) avancent que la réduction du risque peut être un motif qui justifie les acquisitions de type « conglomerat ».

Le tableau 5 présente les principaux résultats de l'analyse de nos sous-catégories préalablement identifiées. Au niveau des transactions n'impliquant pas une prise de contrôle, le risque de marché de l'acquéreur augmente en moyenne de 0,09527. Ensuite, lorsque l'on considère les annonces de transactions d'offre hostile ou non sollicitée, la variation du risque spécifique augmente en moyenne de 0,002661 et la mesure de risque total augmente en moyenne de 0,003504. Ensuite, les transactions transfrontalières présentent une variation positive de 0,10357 du bêta de marché de l'acquéreur. Il en ressort également une diminution de l'exposition à l'effet valeur de 0,34866 et une diminution de 0,40091 de l'exposition de l'acquéreur au facteur de risque de profitabilité. Du côté des transactions domestiques, il n'en ressort aucune variation significative du bêta de marché. Cependant, notons une variation positive de 0,20899 de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet valeur. La mesure de la variation du risque spécifique est également significative (0,00281), tout comme la variation du risque total (0,003506). Les tests sur les transactions impliquant des entreprises en relation (horizontale ou verticale) montrent une diminution moyenne significative de 0,46329 de l'exposition au facteur de profitabilité, une diminution de 0,33637 de l'exposition au facteur de l'investissement. Notre mesure de risque pondéré présente une diminution de 0,66663. Notons également une augmentation moyenne de 0,0024888 du risque spécifique à l'acquéreur et de 0,0029469 de son risque total. Finalement en s'attardant aux transactions de type conglomérat, il est possible d'identifier une réduction significative de l'exposition au facteur de taille de 0,13248.

Tableau 4. Différence moyenne du risque des acquéreurs

Le tableau présente la variation des mesures d'exposition aux facteurs de risque systématique, non systématique et total des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les différentes mesures d'exposition: bi (risque de marché), si (risque de l'effet taille), hi (risque de l'effet valeur), ri (risque de profitabilité), ci (risque de l'investissement), RSG (risque systématique global) sont mesurées sur une période de 240 jours avant et à la suite de l'annonce de la transaction de F&A.							
	n	Moyenne	Écart type	Erreur standard	Sig.	Test des rangs signés de Wilcoxon	
						Z	Sig.
Risque Systématique							
bi avant transaction	229	0,77709	0,43765	0,02892	0,000***		
bi après transaction	229	0,84219	0,44379	0,02933	0,000***		
Δ bi	229	0,06510	0,44875	0,02965	0,029**	2,672	0,008**
si avant transaction	229	0,00340	1,00347	0,06631	0,959		
si après transaction	229	-0,02089	1,03762	0,06857	0,761		
Δ si	229	-0,02429	0,73743	0,04873	0,619	-1,514	0,130
hi avant transaction	229	0,41299	1,57321	0,10396	0,000***		
hi après transaction	229	0,34437	1,16125	0,07674	0,000***		
Δ hi	229	-0,06862	1,64135	0,10846	0,528	-0,446	0,656
ri avant transaction	229	0,16027	1,74970	0,11562	0,167		
ri après transaction	229	-0,09979	1,56826	0,10363	0,337		
Δ ri	229	-0,26006	1,94119	0,12828	0,044**	-1,548	0,122
ci avant transaction	229	-0,35605	1,64560	0,10874	0,001		
ci après transaction	229	-0,42586	1,49931	0,09908	0,000***		
Δ ci	229	-0,06981	1,82215	0,12041	0,563	-0,672	0,502
RSG avant transaction	229	0,99770	0,65623	0,04336	0,000***		
RSG après transaction	229	0,64002	0,57094	0,03773	0,000***		
Δ RSG	229	-0,35768	0,78748	0,05204	0,118	-1,013	0,311
Risque non systématique							
UR avant transaction	229	0,01808	0,01098	0,00073	0,000***		
UR après transaction	229	0,01945	0,01134	0,00075	0,000***		
Δ UR	229	0,00137	0,01262	0,00083	0,102	2,391	0,017**
Risque total							
Risque total avant transacti	229	0,02157	0,01286	0,00085	0,000***		
Risque total après transacti	229	0,02334	0,01365	0,00090	0,000***		
Δ Risque total	229	0,00177	0,01549	0,00102	0,086*	1,979	0,048**

*p < 0.1 **p < 0.05 ***p < 0.01

Tableau 5. Résultats univariés: Variation du risque des acquéreurs selon plusieurs sous-catégories.

Le tableau présente la variation des mesures d'exposition aux facteurs de risque systématique, non systématique et total des acquéreurs de l'échantillon. Les différentes mesures d'exposition: bi (risque de marché), si (risque de l'effet taille), hi (risque de l'effet valeur), ri (risque de profitabilité), ci (risque de l'investissement), RSG (risque systématique global) sont mesurées sur une période de 240 jours avant et à la suite de l'annonce de la transaction de F&A. L'échantillon de 229 transactions est divisé selon plusieurs types de F&A, soit : acquisition partielle, attitude hostile, diversification nationale, transaction domestique, entreprises en relation, transaction conglomerale.																			
		Type de transaction																	
		Acquisition Partielle			Attitude hostile			Diversification Nationale			Domestique			En relation			Conglomerale / Sans Relation		
		n	Moyenne	Écart-type	n	Moyenne	Écart-type	n	Moyenne	Écart-type	n	Moyenne	Écart-type	n	Moyenne	Écart-type	n	Moyenne	Écart-type
Risque Systématique	Δ bi	130	0,09527**	0,47596	43	0,00806	0,36965	114	0,10357**	0,46106	115	0,02695	0,43485	111	0,07502	0,48978	118	0,05576	0,40830
	Δ si	130	-0,06239	0,70470	43	0,08337	0,77404	114	-0,01428	0,75801	115	-0,03421	0,71962	111	0,09073	0,82685	118	-0,13248**	0,62656
	Δ hi	130	-0,21646	1,71402	43	-0,10498	1,20050	114	-0,34866*	1,93085	115	0,20899*	1,23951	111	-0,03272	1,85307	118	-0,10240	1,42095
	Δ ri	130	-0,28925	2,14500	43	-0,24490	1,43054	114	-0,40091*	2,21991	115	-0,12043	1,61622	111	-0,46329**	2,31136	118	-0,06888	1,49814
	Δ ci	130	0,09944	1,67573	43	-0,04838	1,53606	114	0,12456	1,88071	115	-0,26248	1,74905	111	-0,33637*	1,98695	118	0,18095	1,62099
	Δ RSG	130	-0,37339	3,86149	43	-0,30683	2,70429	114	-0,53572	3,88317	115	-0,18118	2,96759	111	-0,66663*	3,90065	118	-0,06705	2,95385
Risque non systématique	Δ UR	130	0,00041	0,01386	43	0,002661**	0,00745	114	-0,00008	0,01264	115	0,00281**	0,01249	111	0,0024888*	0,01449	118	0,00032	0,01052
Risque total	Δ Risque total	130	0,00076	0,01715	43	0,003504*	0,01192	114	0,00001	0,01616	115	0,003506**	0,01466	111	0,0029469*	0,01764	118	0,00066	0,01313

*p < 0.1 **p < 0.05 ***p < 0.01

9.1.1 Test de la sous-proposition 1 : contrôle du risque *pré*-transaction

L'analyse précédente (Tableaux 4 et 5) ne considère pas l'impact des F&A sur le risque de l'acquéreur en tenant compte de leur risque *pré*-transaction. Par conséquent, nous testons à savoir si le risque systématique, tel que mesuré par l'exposition aux différents facteurs de risque, le risque spécifique ou encore le risque total *pré*-transactions ont une influence sur la mesure de risque systématique post-transaction. Cette proposition est testée en divisant notre échantillon en deux groupes distincts, selon que la valeur de la mesure d'exposition au risque (bi , si , hi , ri , ci) *pré*-transaction est inférieure ou supérieure (exposition positive ou négative) à la mesure du risque de marché ou des portefeuilles SMB, HML, RMW, CMA (c.-à-d. une valeur égale à 1).

Le tableau 6 présente les principaux résultats pour nos différents facteurs d'exposition. Pour chaque facteur, nous divisons l'échantillon en deux groupes (selon si la mesure *ex ante* est inférieure ou non à 1). D'abord, le facteur d'exposition au risque de marché augmente en moyenne de 0,1712 s'il est préalablement inférieur à 1. Lorsque *pré*- bi est supérieur à 1, Δbi est en moyenne négative (-0,1662). Ce résultat suggère qu'une entreprise plus risquée pourrait bénéficier d'une réduction de son exposition au risque de marché en procédant à une F&A.

Ensuite, la mesure d'exposition au facteur de la taille ne varie pas significativement lorsque la mesure *pré*-transaction est inférieure à 1. Cependant il est intéressant de noter une diminution significative de notre mesure de risque global pondérée (-0,595). Si *pré*- si est supérieur à 1, nous observons une diminution moyenne de 0,2323. La variation positive de ΔRSG (0,95837) est également significative. Ce résultat suggère qu'un acquéreur plus fortement exposé au facteur SMB avant la F&A diminue son exposition au facteur de risque de taille à la suite d'une F&A, mais voit son risque systématique global augmenter.

En considérant l'exposition à l'effet valeur du modèle empirique, la variation de Δhi est significativement positive (0,4144) lorsque *pré*- hi est inférieur à 1. Notons également une augmentation significative de l'ensemble des autres mesures de risque : ΔRSG (0,3463), ΔUR (0,0011) et Δ Risque total (0,0016). Lorsque *pré*- hi est supérieur à 1, alors la variation de la mesure d'exposition est négative (-1,3697). La variation de la mesure de risque

systématique global conserve sa significativité (-2,254), or nous ne pouvons conclure à une variation intéressante pour Δ UR et Δ Risque total.

Lorsque pré-ri est inférieur à 1, nous ne pouvons conclure sur la variation de la mesure d'exposition, cependant Δ UR (0,0016) et Δ Risque total (0,0020) sont toutes deux positives. Un pré-ri supérieur à 1 entraîne une variation négative moyenne de -1,7203 de la mesure d'exposition au facteur de profitabilité et implique également une variation significative de Δ RSG (-2,484). Ce résultat suggère que les acquéreurs profitables (exposition positive) diminuent leur exposition au facteur RMW à la suite de la F&A.

Finalement, la mesure d'exposition au risque d'investissement augmente (0,2376) lorsque pré-ci est inférieur à 1 et diminue (-1,5225) lorsque pré-ci est supérieur à 1. Si l'on considère les transactions avec pré-ci > 1, notons une diminution de la variation de la mesure de risque systématique global (-1,269) et une augmentation du risque spécifique (0,0034) et du risque total (0,0046).

Le tableau 7 présente les principaux résultats quant à la variation de la mesure RSG selon si la mesure d'exposition au risque systématique global est supérieure ou non à la médiane (0,9405) de l'échantillon. La variation de la mesure RSG est positive et significative (0,9294) lorsque pré-RSG est inférieure à la mesure médiane. À l'inverse, la variation est négative et significative (-1,6335) lorsque l'on considère les F&A avec une mesure pré-RSG supérieure à la médiane de l'échantillon.

Tableau 6. Résultats univariés considérant le risque pré-transaction des acquéreurs

Le tableau présente la variation des mesures d'exposition aux facteurs de risque systématique, non systématique et total des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les différentes mesures d'exposition: bi (risque de marché), si (risque de l'effet taille), hi (risque de l'effet valeur), ri (risque de profitabilité), ci (risque de l'investissement), RSG (risque systématique global) sont mesurées sur une période de 240 jours avant et à la suite de l'annonce de la transaction de F&A. Les variations présentées considèrent les mesures d'exposition aux différents facteurs de risque qui précèdent les transactions i.

<i>Risque Systématique</i>		Test des rangs signés de Wilcoxon									
		<i>n</i>	Moyenne	Écart type	Erreur standard	Sig.	Δ RSG	Δ UR	Δ Risque total	Z	Sig.
Pré-bi < 1	bi avant transaction	157	0,5514	0,3086	0,0246	0,000***					
	bi après transaction	157	0,7226	0,4110	0,0328	0,000***					
	Δ bi	157	0,1712	0,4038	0,0322	0,000***	-0,2317	-0,0001	0,0002	5,2180	0,000***
Pré-bi > 1	bi avant transaction	72	1,2691	0,2185	0,0258	0,000***					
	bi après transaction	72	1,1030	0,4010	0,0473	0,000***					
	Δ bi	72	-0,1662	0,4574	0,0539	0,003**	-0,6325	0,004**	0,005**	-2,6540	0,008**
Pré-si < 1	si avant transaction	194	-0,3159	0,6791	0,0488	0,000***					
	si après transaction	194	-0,3026	0,8050	0,0578	0,000***					
	Δ si	194	0,0132	0,7454	0,0535	0,8049	-0,595**	0,0012	0,0017	-0,7200	0,4720
Pré-si > 1	si avant transaction	35	1,7731	0,5737	0,0970	0,000***					
	si après transaction	35	1,5408	0,7604	0,1285	0,000***					
	Δ si	35	-0,2323	0,6633	0,1121	0,046**	0,95837*	0,0021	0,0019	-1,9980	0,046**
Pré-hi < 1	hi avant transaction	167	-0,2002	1,0135	0,0784	0,012**					
	hi après transaction	167	0,2142	1,0906	0,0844	0,012**					
	Δ hi	167	0,4144	1,2800	0,0990	0,000***	0,3463*	0,0011*	0,0016*	3,8850	0,000***
Pré-hi > 1	hi avant transaction	62	2,0646	1,6290	0,2069	0,000***					
	hi après transaction	62	0,6949	1,2776	0,1623	0,000***					
	Δ hi	62	-1,3697	1,8032	0,2290	0,000***	-2,254***	0,0020	0,0023	-5,9070	0,000***
Pré-ri < 1	ri avant transaction	182	-0,3561	1,1024	0,0817	0,000***					
	ri après transaction	182	-0,2391	1,5787	0,1170	0,043**					
	Δ ri	182	0,1170	1,5006	0,1112	0,2940	0,1914	0,0016**	0,0020**	1,3470	0,1780
Pré-ri > 1	ri avant transaction	47	2,1599	2,2918	0,3343	0,000***					
	ri après transaction	47	0,4395	1,4177	0,2068	0,039**					
	Δ ri	47	-1,7203	2,6600	0,3880	0,000***	-2,484**	0,0004	0,0007	-4,7940	0,000***
Pré-ci < 1	ci avant transaction	189	-0,8200	1,3475	0,0980	0,000***					
	ci après transaction	189	-0,5823	1,4877	0,1082	0,000***					
	Δ ci	189	0,2376	1,6781	0,1221	0,053*	-0,1648	0,0009	0,0012	1,7150	0,086*
Pré-ci > 1	ci avant transaction	40	1,8359	1,0525	0,1664	0,000***					
	ci après transaction	40	0,3134	1,3392	0,2117	0,1469					
	Δ ci	40	-1,5225	1,7926	0,2834	0,000***	-1,269**	0,0034**	0,0046**	-4,9060	0,000***

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Tableau 7. Résultats univariés considérant le risque systématique global pré-transaction des acquéreurs

Le tableau présente la variation de la mesure d'exposition au risque systématique global des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. La mesure RSG est mesurée sur une période de 240 jours avant et à la suite de l'annonce de la transaction de F&A. Les variations présentées considèrent la mesure d'exposition qui précèdent la transaction i.									
Risque Systématique global						Test des rangs signés de Wilcoxon			
		<i>n</i>	Moyenne	Écart type	Erreur standard	Sig.	Δ UR	Δ Risque total	Z Sig.
Pré-RSG < médiane	RSG avant transaction	114	-0,8947	1,7547	0,1643	0,000***			
	RSG après transaction	114	0,0346	2,9044	0,2720	0,000***			
	Δ RSG	114	0,9294	2,7856	0,2609	0,000***	0,0003	0,0005	3,544 0,000***
Pré-RSG > médiane	RSG avant transaction	115	2,8737	2,6794	0,2499	0,000***			
	RSG après transaction	115	1,2402	2,7633	0,2577	0,000***			
	Δ RSG	115	-1,6335	3,5814	0,3340	0,000***	0,0025*	0,00305**	-4,864 0,000***

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

9.2 Analyse des résultats de l'hypothèse 1

Les résultats des tableaux 4 à 7 supportent en grande partie l'hypothèse 1. D'abord, nous notons une augmentation significative du bêta de marché des acquéreurs à la suite de l'annonce d'une transaction de F&A. Ces résultats sont robustes pour l'échantillon de transaction n'impliquant pas le contrôle de la cible et pour les transactions transfrontalières. Ce résultat est en accord avec Bozos, Koutmos et Song (2013), qui montrent que le bêta des acquéreurs post-transaction tend à augmenter et à rester élevé jusqu'à deux ans suivant la transaction. En ce qui a trait à la diversification de l'industrie, nous ne pouvons conclure une augmentation significative du bêta. Ce résultat est toutefois également en accord avec la littérature portant sur les transactions conglomerates. Laquelle stipule que la variation du risque autour d'une F&A est moins importante pour les transactions impliquant des conglomerats (Rahim et Ananaba, 2000), et qu'elle peut être négative due à la diversification (Chatterjee, Lubatkin, Schweiger et al., 1992).

En contrôlant pour le bêta avant la transaction, nous sommes en mesure de supporter les deux sous-propositions émises à la suite de l'hypothèse 1. Les résultats du tableau 6 supportent la théorie de la diversification du risque (Furfine et Rosen, 2011), selon laquelle les acquéreurs peuvent utiliser les F&A comme outils pour tendre vers le risque moyen du portefeuille de marché. Nous concluons que l'exposition au risque de marché augmente pour les acquéreurs lorsque leur $b_i < 1$ avant la transaction et diminue si leur $b_i > 1$ avant

la transaction. Ces résultats sont en accord avec l'étude empirique de Tanna et Yousef (2019) dans laquelle ils testent l'impact de la nature de la transaction sur le risque.

Il peut y avoir plusieurs raisons qui expliquent le sens de cette relation. Nous avons vu précédemment que certains acquéreurs peuvent utiliser les F&A à des fins de diversification. D'autres ont des motifs de gains synergétiques potentiels. En tous les cas ceci pourrait expliquer une partie de la réduction du risque observé. Au contraire, nous avons également abordé le fait que certains dirigeants utilisent les F&A afin d'en tirer profit personnellement (opportunisme managérial et égo démesuré), ce qui peut dans ce cas-ci expliquer la complétion de F&A inefficaces et du fait même expliquer une partie de l'augmentation de risque observé. Le tableau 5 suggère que les transactions dans lesquelles l'acquéreur ne prend pas le contrôle de la cible sont plus risquées que lorsqu'il acquiert 50 % ou plus des actions. Ensuite, le fait que les transactions soient négociées de manière hostile ne semble pas être un facteur être qui augmente la variation du risque de l'acquéreur à la suite de l'annonce. Ce résultat logique peut venir du fait qu'en acquérant le contrôle de la cible, l'acquéreur s'assure de pouvoir diriger les activités de celle-ci sans opposition significative de la part des actionnaires déjà en place. Également, les transactions internationales sont, toutes choses étant égales plus risquées. Nos deux groupes servant à différencier les types de transactions ne présentent pas de variation significative. Cependant, la variation du bi des transactions conglomerales est moins élevée que pour les deux autres types. Le résultat suggère que les F&A de type conglomerales soient perçues comme moins risquées par le marché. Il faut interpréter ces conclusions avec prudence puisque comme mentionné précédemment, le test de différence de moyenne n'a pas atteint un seuil de significativité probant. Nous verrons que la variation de la mesure du risque total confirme ce résultat.

Concernant les autres mesures d'exposition aux différents facteurs de risque du modèle empirique (4), sur l'échantillon complet, seulement la variation de l'exposition au facteur de profitabilité (Δri) est significativement négative. Ce résultat suggère que les rendements de l'acquéreur soient moins exposés au facteur RMW à la suite de l'annonce d'une F&A. Sur le plan opérationnel, ce résultat stipule que le marché perçoive que la profitabilité de l'acquéreur soit réduite à la suite de la complétion.

Toutefois, pour les facteurs dont la variation n'est pas significative pour l'ensemble de l'échantillon nous pouvons procéder dans le même sens que pour le bêta de marché et scinder l'échantillon selon la mesure ex ante. Lorsque l'on scinde l'échantillon selon la mesure ex ante de l'acquéreur, Δsi est significatif et négatif pour les acquéreurs avec $pré-si > 1$. Cela implique que l'exposition au facteur de taille soit réduite à la suite de l'annonce d'une F&A pour un acquéreur qui aurait déjà une mesure d'exposition importante (plus petit acquéreur). Évidemment, une entreprise fortement exposée au facteur SMB signifie qu'elle présente une capitalisation plus faible. Or, une transaction de F&A entraîne assurément une augmentation de la capitalisation de l'entité résultante et du fait même une augmentation de sa taille. Toute chose étant égale par ailleurs, il serait donc normal que les rendements de l'entité résultante soient moins exposés au facteur SMB (due à l'augmentation de la taille). Si nous considérons le facteur SMB comme la prime qui compense la faible liquidité du titre sur le marché, alors la croissance via la consolidation corporative serait un moyen pour une cible hautement exposée de réduire en partie son exposition. Les résultats pour Δhi , Δri , Δci vont dans le même sens que pour Δbi , c'est-à-dire une augmentation de l'exposition lorsqu'au préalable moins exposé et le contraire dans le cas où l'exposition ex ante est plus faible.

Concernant notre mesure de risque systématique global (RSG), sur l'ensemble de l'échantillon nous sommes en mesure de supporter l'hypothèse 1. Les variations de la mesure sont significatives lorsque l'on contrôle pour l'exposition ex ante. Ce résultat supporte nos conclusions quant au bêta de marché. En utilisant les sous-ensembles identifiés au tableau 7, nous concluons à une diminution de la variation moyenne de RSG pour le groupe de transaction avec $pré-RSG > \text{médiane}$ et à une augmentation de RSG pour le groupe de transaction avec $pré-RSG < \text{médiane}$. Finalement, la diminution significative de RSG pour le sous-échantillon comprenant des transactions horizontales ou verticales va dans le sens de Lubatkin et O'Neill (1987) qui avancent que la variation du risque systématique d'une fusion impliquant des entreprises « en relation » est réduit de 0,1182 à la suite de la transaction.

En considérant les mesures ex ante des différents facteurs de risques, ΔRSG est négatif (réduction de l'exposition totale) lorsque $pré-si < 1$, $pré-hi > 1$, $pré-ri > 1$, $pré-ci > 1$.

Ensuite, Δ RSG est positif (augmentation de l'exposition globale) lorsque $\text{pré-si} > 1$, $\text{pré-hi} < 1$. Ces résultats sont en accord avec ceux du bêta de marché préalablement définis, sauf pour le facteur attribuable à l'effet taille. Ici, un acquéreur ayant au préalable une exposition forte à l'effet taille (c'est-à-dire une plus petite entreprise en termes de capitalisation) voit la mesure RSG d'exposition globale augmenter à la suite de la transaction.

Concernant la mesure de risque idiosyncratique, le tableau 4 montre que la variation positive s'approche d'un seuil probant de significativité. De plus nous renforçons notre sentiment de confiance vis-à-vis ce résultat en procédant à un second test non paramétrique qui lui indique une variation positive et significative. Ainsi, nous sommes en mesure de conclure que le risque spécifique des firmes augmente à la suite de l'annonce d'une F&A. Également, l'analyse de la variation du risque total (Δ Risque total) du tableau 4 nous indique une variation significative et positive. Ainsi, il semble que le risque total de l'acquéreur augmente à la suite de l'annonce d'une transaction de F&A. Ce résultat est significatif à un seuil de 10% et doit donc être considéré avec précaution.

En contrôlant pour les types de transactions possibles, le tableau 5 indique une augmentation du risque spécifique pour les offres hostiles ou non sollicitées, ainsi que pour les transactions impliquant des entreprises en relations. Ce résultat est conforme à Lubatkin et O'Neill (1987) qui avancent que plus les entreprises sont semblables, plus le management en place tentera de consolider la totalité des systèmes, services, départements... plutôt que laisser les deux entités performer séparément. Toutes ces caractéristiques ajoutées aux différences de culture des entreprises impliquées peuvent possiblement annuler les effets bénéfiques d'une F&A. Cela se traduit par une augmentation du risque spécifique de l'entreprise. Au niveau de la mesure de risque totale, en contrôlant pour nos sous-catégories de transactions au tableau 5, notons que Δ Risque total est toujours positif pour la totalité des catégories. Cette variation positive est d'ailleurs significative pour les transactions négociées de manière hostile et pour les transactions impliquant des entreprises en relations (F&A verticale ou horizontale).

En analysant le tableau 6, Δ UR est positif et significatif, lorsque $\text{pré-bi} > 1$, $\text{pré-hi} < 1$, $\text{pré-ri} < 1$, $\text{pré-ci} > 1$. Cela indique notamment que Δ UR soit négativement corrélé avec la

variation du bêta de marché et du bêta du facteur d'investissement. Somme toute nous concluons dans le sens de Salter et Weinhold (1979) qui avancent que bien que le management dévoue beaucoup d'effort à réduire le risque spécifique à l'entreprise, l'utilisation des consolidations corporatives ne semble pas être un moyen efficace de diversifier le risque idiosyncratique. Les conclusions du tableau 6 quant à la variation du risque total vont dans le même sens que celles tirées pour ΔUR .

L'ensemble de ces résultats nous encouragent à poursuivre notre étude et à y ajouter les mesures des facteurs ESG des différentes parties impliquées dans les transactions. En testant les hypothèses 2 et 3, nous serons en mesure de mieux comprendre l'impact des facteurs ESG sur les différentes variations de risque précédemment identifiées.

9.3 Présentation des résultats de l'hypothèse 2

Testons l'hypothèse 2 : *Les entreprises acquéreuses comptant sur de bonnes pratiques quant aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance réduisent l'impact d'une transaction de fusion ou d'acquisition sur leur risque systématique post-transactionnel.*

Afin de bien tester notre seconde hypothèse, nous testons d'abord l'impact des facteurs ESG sur l'exposition au risque de marché précédant la transaction. En effet, les différentes mesures ESG peuvent avoir un impact sur l'exposition pré-transaction, ce qui pourrait fausser les conclusions de notre modèle (7). Le tableau 8 présente la relation entre les différents facteurs ESG de l'acquéreur et de son bi pré-transaction. Comme pour la première hypothèse, nous allons dans le sens de Tanna et Yousef (2019) et séparons l'échantillon selon si le bi pré-transaction est supérieur ou inférieur à 1. La relation est d'abord testée sans aucun contrôle, puis nous intégrons nos différentes variables de contrôle relatives à l'acquéreur préalablement identifié.

Tableau 8. Test de l'impact des facteurs ESG sur le risque de marché pré-transaction

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur les bêtas de marché de l'échantillon total de 229 transactions, selon la mesure qui précède la transaction. Les bêtas de marché des acquéreurs (a) qui précèdent l'annonce de la transaction i sont mesurés à partir de rendements quotidiens sur une période de 240 jours précédant l'annonce de la F&A. Les variables ESG d'intérêt ESGa, ENVa, SOCa et GOVa sont respectivement les cotes associées à l'acquéreur (a) qui précèdent la transaction i. Les contrôles relatifs à l'acquéreur (a) décrits à la section 8.2 sont ensuite ajoutés.

pré-bi < 1					pré-bi > 1				Échantillon total			
	(7.1)	(7.2)	(7.3)	(7.4)	(7.5)	(7.6)	(7.7)	(7.8)	(1)	(2)	(3)	(4)
	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi
n	157	157	157	157	72	72	72	72	229	229	229	229
R ²	0,054	0,032	0,063	0,031	0,000	0,001	0,002	0,000	0,031	0,024	0,019	0,021
R ² Ajusté	0,047	0,026	0,059	0,014	-0,014	-0,013	-0,012	-0,014	0,027	0,019	0,014	0,016
Sig.	0,004	0,024	0,001	0,073	0,979	0,748	0,704	0,991	0,008	0,02	0,038	0,030
ESGa	0,00283**				-0,00003				0,003129***			
ENVa		0,00174**				0,0002931				0,002178**		
SOCa			0,00259**				-0,0003355				0,001997**	
GOVa				0,00156*				0,00000062				0,002197**
Constante	0,3812***	0,4424***	0,3821***	0,4692***	1,2711***	1,2492***	1,2916***	1,2687***	0,5844***	0,6373***	0,6455***	0,6569***
	(7.1)	(7.2)	(7.3)	(7.4)	(7.5)	(7.6)	(7.7)	(7.8)	(1)	(2)	(3)	(4)
	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi	pré-bi
n	157	157	157	157	72	72	72	72	229	229	229	229
R ²	0,073	0,056	0,082	0,059	0,091	0,091	0,095	0,096	0,069	0,065	0,064	0,070
R ² Ajusté	0,036	0,018	0,052	0,022	0,007	0,007	0,011	0,013	0,044	0,04	0,039	0,044
Sig.	0,072	0,19	0,011	0,157	0,383	0,383	0,353	0,341	0,013	0,02	0,021	0,013
ESGa	0,00226**				0,0001				0,0019			
ENVa		0,00109				0,00007				0,0011		
SOCa			0,00215**				-0,00051				0,0010	
GOVa				0,00136				0,00067				0,00158
BMa	0,000047	0,000028	0,000038	0,000053	0,001768	0,001745	0,001817	0,002166	-0,000089	-0,000105	-0,000101	-0,000073
LEVa	-0,00042	-0,00018	-0,00061	-0,00032	-0,00219	-0,00219	-0,00198	-0,00203	-0,003117*	-0,003125*	-0,003169*	-0,003188*
ROAa	-0,0988	-0,0887	-0,09432	-0,14317	0,1323	0,1319	0,1414	0,1356	-0,6487	-0,6395	-0,6524	-0,6902
ROEa	0,0046	0,0039	0,00600	0,00422	0,0067	0,0065	0,0100	0,0075	0,0138	0,0140	0,01446*	0,0140
TA	0,6184	0,7340*	0,56473	0,8694**	-0,0592	-0,0667	0,0229	-0,1416	1,0302*	1,0886**	1,1508**	1,2113**
Constante	0,6184	-1,8259	-1,3644	-2,2539*	1,4386	1,4613	1,2142	1,6594	-2,5399	-2,678*	-2,8691*	-3,0775**

*p < 0.1 **p < 0.05 ***p < 0.01

Les relations (7.1) à (7.4) testent l'impact des différentes mesures ESG pour les acquéreurs avec pré-bi < 1, tandis que les relations (7.5) à (7.8) testent l'impact de ces mêmes mesures pour les acquéreurs avec un pré-bi > 1.

La relation (7.1) teste l'impact de la cote ESG de l'acquéreur sur son exposition au risque de marché. La seconde partie du tableau 7 nous indique que même en présence des contrôles, il existe une relation significative à 5% entre les variables. Ainsi, une augmentation unitaire de la cote ESG entraîne une augmentation moyenne du bi de 0,00226.

La relation (7.3) teste l'impact de la composante sociale de la cote ESG de l'acquéreur. Le tableau 7 nous indique une relation significative et positive à 5% entre les deux variables.

Ainsi, une augmentation unitaire de la cote de l'aspect social de l'acquéreur entraîne une augmentation de 0,00215 de sa mesure d'exposition au risque de marché.

L'impact des composantes de l'environnement et de gouvernance (relation (7.2) et (7.4)) n'est pas concluant lorsque l'on ajoute les variables de contrôle. Ainsi, les coefficients associés aux variables ENVa et GOVa perdent leur significativité avec l'ajout de la taille de l'acquéreur notamment.

Pour les relations (7.5) à (7.8) concernant les acquéreurs avec $\text{pré-bi} > 1$, nous ne sommes pas en mesure de conclure un impact significatif des composantes ESG sur l'exposition au risque de marché.

La troisième section du tableau 8 sert à des fins de comparaison avec les résultats précédemment identifiés. Les relations (1) à (4) testent l'impact des facteurs ESG de l'acquéreur sur sa mesure d'exposition pré-transaction, et ce pour l'échantillon au complet. En présence des variables de contrôle, aucune des mesures ESG n'impact significativement la mesure d'exposition pour l'échantillon complet.

Ces conclusions divergentes selon la mesure ex ante nous encouragent à poursuivre avec cette méthodologie pour tester l'équation (7) quant à la variation du Δbi de l'acquéreur, c'est-à-dire de séparer l'échantillon en deux groupes distincts.

9.3.1 L'impact ESG sur l'exposition au risque de marché de l'acquéreur

Tableau 9. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au risque de marché de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque systématique de marché des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition bi (risque de marché) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.																
	pré-bi < 1								pré-bi > 1							
	(7.9) Δbi	(7.10) Δbi	(7.11) Δbi	(7.12) Δbi	(7.13) Δbi	(7.14) Δbi	(7.15) Δbi	(7.16) Δbi	(7.17) Δbi	(7.18) Δbi	(7.19) Δbi	(7.20) Δbi	(7.21) Δbi	(7.22) Δbi	(7.23) Δbi	(7.24) Δbi
n	157	157	157	157	157	157	157	157	72	72	72	72	72	72	72	72
R ²	0,247	0,256	0,282	0,278	0,245	0,246	0,245	0,245	0,433	0,428	0,432	0,429	0,429	0,435	0,445	0,43
R ² Ajusté	0,161	0,170	0,299	0,195	0,158	0,160	0,158	0,158	0,268	0,275	0,280	0,276	0,276	0,284	0,296	0,277
Sig.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,001	0,001	0,004	0,002	0,003	0,003	0,003	0,002	0,001	0,003
ESGa	0,0009154								0,0007754							
ENVa		0,0012005								0,0007992						
SOCa			0,0008706								0,001316					
GOVa				-0,0008749								-0,000931				
ESGc					0,0003485								-0,001155			
ENVc						0,0005955								0,001795		
SOCc							0,0003383								-0,0026728	
GOVc								-0,0003120								-0,001256
CONT	0,0945	0,1065	0,1089	0,1111*	0,0977	0,0962	0,0974	0,0945	0,0409	0,0388	0,0497	0,0536	0,0412	0,0439	0,0238	0,0438
ATT	-0,0419	-0,0580	-0,0513	-0,0379	-0,0369	-0,0364	-0,0365	-0,0290	0,1084	0,1095	0,1118	0,1355	0,1197	0,1245	0,1033	0,1377
Trans	0,0635	0,0757	0,0708	0,0718	0,0616	0,0647	0,0602	0,0652	0,0608	0,0558	0,0423	0,0588	0,0676	0,0522	0,0605	0,0617
Indus	0,0522	0,0707	0,0702	0,0783	0,0574	0,0605	0,0583	0,0562	-0,0644	-0,0625	-0,0588	-0,0318	-0,0520	-0,0561	-0,0518	-0,0482
pré-bi	-0,4782***	-0,4716***	-0,4763***	-0,4519***	-0,4713***	-0,4718***	-0,4726***	-0,4628***	-1,030***	-1,0331***	-1,0196***	-1,0241***	-1,0234***	-1,0302***	-1,0037***	-1,022**
BMc	-0,0000440	-0,0000399	-0,0000484	-0,0000595	-0,00005156	-0,00005178	-0,00005214	-0,00005186	0,0020619	0,0019772	0,0019593	0,0021305	0,0020993	0,00194058	0,00229519	0,00177029
LEVc	-0,00263	-0,00211	-0,00292	-0,00351	-0,00310	-0,00290	-0,00313	-0,00307								
ROAc	-0,4031	-0,3974	-0,3989	-0,3724	-0,3777	-0,3700	-0,3704	-0,3964	-0,7000*	-0,6896	-0,6819	-0,6500	-0,6882	-0,6849	-0,6762	-0,6851
ROEc	0,1142	0,1080	0,1112	0,1118	0,1115	0,1088	0,1105	0,1155	0,0877	0,0871	0,0692	0,0811	0,0887	0,0939	0,0980	0,0840
TC	1,6230**	1,819**	1,775**	1,796**	1,5920**	1,5282**	1,5495**	1,6186**	1,3753	1,2939	1,4132	1,2256	1,6099	0,6360	2,215**	1,3034
BMa	-0,0000805	-0,0000827	-0,0000797	-0,0000980	-0,0000838	-0,0000806	-0,0000848	-0,0000897	-0,0026444	-0,0028454	-0,0027620	-0,0031752	-0,0027157	-0,0029039	-0,0031122	-0,0026439
LEVa	0,00203	0,00193	0,00194	0,00242	0,00233	0,00246	0,00228	0,00222	-0,02238**	-0,02237**	-0,02243**	-0,02204**	-0,02204**	-0,02261**	-0,02141**	-0,02222**
ROAa	-0,1226	0,0222	-0,0075	-0,0287	-0,1600	-0,1460	-0,1648	-0,1240	-1,2254*	-1,221*	-1,2010	-1,233*	-1,287*	-1,0747	-1,496**	-1,1681
ROEa	-0,00358	-0,00260	-0,00242	-0,00423	-0,00464	-0,00523	-0,004448*	-0,00437	-0,1661**	-0,1672**	-0,1750**	-0,1632**	-0,1605**	-0,1690**	-0,1543**	-0,1647**
TA	-0,060	-0,243	-0,108	0,059	0,045	0,034	0,058	0,074	0,210	0,213	0,150	0,575	0,268	0,614	0,166	0,333
Constante	-4,537**	-4,611**	-4,873**	-5,381**	-4,739**	-4,522**	-4,647**	-4,886**	-3,678	-3,431	-3,652	-4,300	-4,498	-2,723	-5,971*	-3,759

* p < 0.1 ** p < 0.05 *** p < 0.01

Le tableau 9 présente la relation entre les différents facteurs ESG et la variation de la mesure d'exposition au risque de marché de l'acquéreur. Les relations (7.9) à (7.16) testent le pouvoir explicatif des scores ESG de l'acquéreur et de la cible sur la variation du bêta lorsque le bêta pré-transaction est inférieur à 1. Les relations (7.17) à (7.24) testent le pouvoir explicatif des scores ESG de l'acquéreur et de la cible sur la variation du bêta lorsque le bêta pré-transaction est supérieur à 1.

Pour l'ensemble des relations, nous ne sommes en mesure d'identifier un impact significatif des notations ESG sur la variation de l'exposition au risque de marché. L'étude des relations (7.9) à (7.16) montre qu'il existe une relation négative et significative entre l'exposition qui précède la transaction et la variable Δb_i . Nous avons également testé l'ensemble des relations (7.9) à (7.24) sans la variable pré- b_i , or les niveaux de significativité des relations linéaires n'ayant pas tous atteint un seuil intéressant, nous conservons ce contrôle afin de renforcer notre sentiment de confiance vis-à-vis de possibles résultats intéressants. L'annexe 2 présente la totalité des régressions (7.19) à (7.24) sans la variable pré- b_i .

Les résultats du tableau 9 ne nous ont pas permis de conclure qu'il existe un lien significatif entre les composantes ESG (autant de l'acquéreur que de la cible) et la variation moyenne la mesure d'exposition au risque de marché de l'acquéreur. Il semble que le contexte de F&A soit un environnement trop peu certain pour que la performance ESG justifie une réduction ou une augmentation significative de l'exposition au risque de marché. Ce résultat peut s'expliquer selon Yen et André (2019), qui concluent que l'évaluation des composantes ESG dans le processus des F&A est une sommation des coûts et des bénéfices retirés selon chaque type d'investissement responsable. Les relations (7.9) à (7.12) et (7.17) à (7.20) montrent que le marché ne considère pas la performance ESG de l'acquéreur comme ayant suffisamment d'impact pour réduire la variation de son facteur d'exposition b_i , peu importe que le titre soit considéré plus ou moins risqué que le portefeuille de marché.

La conclusion d'analyse de coûts de Yen et André (2019) peut porter à croire que l'acquisition d'une cible performante en matière d'ESG s'accompagne d'une augmentation des coûts liés aux investissements responsables. À ce moment la performance ESG de la

cible serait positivement corrélée avec la variation du Δbi . Cependant, les relations (7.17) à (7.24) du tableau 9 montrent que le marché ne croit pas que la bonne performance ESG de la cible entraîne une augmentation significative de Δbi .

9.3.2 Variables de contrôle : Risque de marché

L'exposition au risque précédant la transaction infère sur la variation du risque à la suite de la transaction. Nous avons déjà abordé l'effet de la mesure ex ante sur les différentes mesures de variation.

Toujours pour l'ensemble des relations (7.9) à (7.16), la taille de la cible a un impact significatif positif sur la variation de l'exposition au risque de marché. Ce résultat atteint un seuil de significativité de 5% dans l'ensemble des relations.

La variable associée à la prime de contrôle (CONT) atteint également un seuil de significativité de 10% lorsque l'on teste l'impact de GOVa sur Δbi (relation (7.12)). Le fait que l'acquéreur obtienne plus de 50% de la cible entraîne une augmentation de la variation du bêta de 0,11.

Le coefficient associé au ROE de l'acquéreur atteint un seuil de significativité de 10% lorsque l'on teste le pouvoir explicatif de la composante sociale de la cible sur la variation du bêta de marché de l'acquéreur (relation 7.15).

L'analyse des transactions ou $\text{pré-bi} > 1$ (relation (7.17) à (7.24)) montre également un fort lien négatif entre la variable pré-bi et la variable Δbi . Ce résultat est significatif dans l'ensemble des relations à un seuil d'au moins 5%. Ce résultat est également en accord avec les conclusions de l'analyse de notre première hypothèse.

Le ROAc a un impact négatif significatif lorsque l'on teste l'impact de la cote ESG de l'acquéreur sur la variation du risque systématique (relation (7.17)). L'augmentation unitaire du ratio de rentabilité de l'actif de la cible entraîne une diminution de Δbi de 0,7 unité.

Contrairement aux relations (7.9) à (7.16), le coefficient associé à la taille de la cible n'atteint un seuil significatif de 5% que lorsque l'on teste l'impact la composante sociale de la cible (relation (7.23)).

L'effet de levier de l'acquéreur a un impact significatif négatif sur Δbi . Ce résultat est significatif à un seuil de 5% pour l'ensemble des relations (7.17) à (7.24).

L'effet du ratio de rentabilité de l'actif de l'acquéreur sur la variation de l'exposition au risque de marché semble mitigé. Le coefficient associé à la variable ROAa atteint un seuil de significativité intéressant lorsque l'on teste le pouvoir explicatif des variables ESGa, ENVa, GOVa, ESGc et SOCc.

Finalement, le ratio de rentabilité des capitaux propres a un impact négatif et significatif pour l'ensemble des relations (7.17) à (7.24), suggérant que l'augmentation du ratio de l'acquéreur permet de diminuer de manière significative la variation de l'exposition au risque.

9.3.3 L'impact ESG sur l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur

Nous passons maintenant à la présentation des résultats relatifs au test de l'équation 8 portant sur notre mesure de risque systématique global.

Le tableau 10 présente les résultats de la relation entre les facteurs ESG de l'acquéreur et de la cible et la variation de la mesure d'exposition au risque systématique global. Les relations (8.1) à (8.4) et (8.9) à (8.12) testent le pouvoir explicatif des composantes ESG de l'acquéreur et les relations (8.5) à (8.8) et (8.13) à (8.16) testent l'impact des composantes ESG de la cible. Toutes les régressions linéaires sont significatives, ce qui nous motive à poursuivre l'analyse.

Le tableau 10 montre une relation significative et positive entre le score ESG de l'acquéreur et ΔRSG pour un acquéreur avec un pré-RSG inférieur à la médiane (relation (8.1)). Ce résultat suggère qu'une augmentation unitaire de la cote ESG de l'acquéreur entraîne une augmentation de 0,0305 unité de la variable ΔRSG . Ce résultat atteint un seuil de 1%.

Le tableau 10 montre une relation significative et positive entre la composante de l'environnement du score ESG de l'acquéreur et ΔRSG (relation (8.2)). Ce résultat suggère qu'une augmentation unitaire de la cote environnementale de l'acquéreur entraîne une augmentation de 0,0242 unité de la variable ΔRSG . Ce résultat atteint un seuil de 5%.

La relation (8.3) teste l'impact de la composante sociale sur la variation de la mesure globale. Le tableau 10 montre une relation significative positive entre les variables SOCa et Δ RSG. Ce résultat suggère que l'augmentation unitaire de la cote sociale de l'acquéreur entraîne une augmentation de Δ RSG de 0,0280 lorsque pré-RSG < médiane. Ce résultat atteint un seuil de significativité que de 1%.

Ensuite, la relation (8.8) teste l'impact de la cote de gouvernance de la cible sur Δ RSG. Le tableau 10 présente une relation significative et négative entre GOVc et Δ RSG. Une augmentation unitaire de la cote de gouvernance de la cible entraîne une diminution de Δ RSG de 0,0255. Ce résultat est significatif à un seuil de 5%.

La relation (8.12) teste l'impact de la cote de l'aspect de la gouvernance de l'acquéreur sur la variation de la mesure globale pour un acquéreur avec pré-RSG > médiane. Notons une relation significative et négative entre GOVa et Δ RSG. Ce résultat signifie qu'une augmentation unitaire de la cote de gouvernance de l'acquéreur diminue la variation de RSG (-0,0186). Ce résultat est significatif à 10%.

Finalement la relation (8.16) montre un résultat significatif et négatif entre la cote de gouvernance de la cible et la variation de l'exposition au risque systématique global pour un acquéreur avec pré-RSG > médiane. Ce résultat suggère que l'augmentation unitaire de la cote de la gouvernance de la cible entraîne une diminution de Δ RSG de 0,0276. Cette relation est significative à 5%.

Les résultats précédents supportent en partie notre seconde hypothèse quant à l'effet réducteur de la performance ESG sur les variations de risque de l'acquéreur. Notamment, il semble que l'aspect de la gouvernance, autant de l'acquéreur (relation (8.12)), que de la cible (relations (8.8) et (8.16)) permettent une diminution de la variation de l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur.

Dans notre contexte de F&A, la bonne gouvernance des parties impliquées permettrait une meilleure transparence de l'information entre la cible et l'acquéreur qui réduirait la volatilité du titre aux alentours de l'annonce de la transaction, supportant Cremers, Nair et Wei (2007) et Boutin-Dufresne et Savaria (2004). Une explication complémentaire serait également que la présence de bons systèmes de gouvernances réduise les coûts d'agence

liés au suivi de la complétion de la transaction par les différentes parties prenantes (Bhojraj et Sengupta, 2003). L'impact de la bonne gouvernance est perçu suffisamment important pour justifier une diminution de la variation de l'exposition au risque systématique global et donc de l'incertitude liée à la F&A soutenant Arouri, Gomes et Pukthuanthong (2019).

Les relations (8.2) et (8.3) permettent de conclure que les composantes « environnementale » et « sociale » de l'acquéreur sont positivement corrélées avec la variation de la variable RSG pour un acquéreur avec pré-RSG <médiane. Ce résultat est contraire aux attentes, il semble que meilleure est la cote des composantes « environnementale » et « sociale » de l'acquéreur, plus élevé sera la variation de la mesure RSG. Deux justifications plausibles peuvent expliquer ce résultat. D'abord, en considérant le risque systématique qui précède la transaction, les acquéreurs moins risqués voient en moyenne leur risque augmenter à la suite de la complétion d'une F&A (Furfine et Rosen, 2011) (voir analyse des résultats de l'hypothèse 1). Suivant la théorie de la diversification du risque, il sera plus difficile pour un acquéreur hautement performant en matière d'environnement ou de l'aspect social de conserver le même niveau de rigueur ESG lors de l'intégration de la cible, justifiant une augmentation momentanée de son exposition au risque systématique global. Ensuite, suivant l'évaluation coûts-bénéfice des F&A de Tanna et Yousef (2019), afin de conserver une mesure d'exposition au risque systématique global identique à la suite de la complétion, l'acquéreur devrait pouvoir transférer ou développer immédiatement le même niveau de performance ESG à la cible. Or, l'instauration de telles mesures implique des coûts et une certaine restructuration qui peuvent justifier l'augmentation du risque systématique de l'acquéreur.

9.3.4 Variables de contrôle : Risque systématique global

Au niveau des contrôles, la mesure RSG qui précède la transaction présente une relation négative et significative avec Δ RSG. Encore ici, comme pour les relations (7.9) à (7.24), les relations (8.1) à (8.16) ont été testées sans la mesure RSG ex ante. Les résultats n'étant pas significatifs, nous conservons la variable pré-RSG comme contrôle.

Le coefficient associé à la variable BMA atteint un seuil significatif d'au moins 10% pour l'ensemble des relations (8.1) à (8.8) suggérant que l'augmentation du ratio de la valeur au

livre sur la valeur marchande de l'acquéreur entraîne une augmentation de la variable Δ RSG.

L'impact du levier de l'acquéreur atteint un seuil de significativité d'au moins 5% dans l'ensemble des relations (8.1) à (8.8), suggérant que plus l'acquéreur est endetté, et plus réduite sera la variation de son exposition au risque systématique global.

Les résultats présentés au tableau 10 ont montré un certain lien entre les variables ESG d'intérêt et la variation de notre mesure d'exposition au risque. Rappelons que RSG est construite avec les différents coefficients du modèle empirique à cinq facteurs de Fama et French. Les résultats nous encouragent à aller de l'avant et à désagréger la variable RSG en ses cinq composantes. Nous retestons donc l'équation 7 en changeant le coefficient β_i par les autres coefficients du modèle (β_1 , β_2 , β_3 et β_4). Étant donné le nombre important de relations et afin d'éviter les redondances dans le texte, nous commentons uniquement les relations présentant un résultat intéressant vis-à-vis les différents facteurs ESG.

Tableau 10. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de la mesure de risque systématique global.

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque systématique de marché des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition RSG représentent le changement du risque systématique global de l'acquéreur lié à la F&A. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.

Pré-RSG < médiane									Pré-RSG > médiane								
	(8.1) Δ RSG	(8.2) Δ RSG	(8.3) Δ RSG	(8.4) Δ RSG	(8.5) Δ RSG	(8.6) Δ RSG	(8.7) Δ RSG	(8.8) Δ RSG		(8.9) Δ RSG	(8.10) Δ RSG	(8.11) Δ RSG	(8.12) Δ RSG	(8.13) Δ RSG	(8.14) Δ RSG	(8.15) Δ RSG	(8.16) Δ RSG
<i>n</i>	114	114	114	114	114	114	114	114	<i>n</i>	115	115	115	115	115	115	115	115
R ²	0,264	0,265	0,290	0,211	0,21	0,223	0,216	0,255	R ²	0,494	0,503	0,495	0,511	0,502	0,499	0,505	0,527
R ² Ajusté	0,143	0,144	0,173	0,081	0,080	0,094	0,086	0,013	R ² Ajusté	0,412	0,422	0,412	0,432	0,420	0,417	0,424	0,450
<i>Sig.</i>	0,011	0,010	0,003	0,078	0,080	0,052	0,066	0,015	<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ESGa	0,0305***								ESGa	-0,0019							
ENVa		0,0242***							ENVa		0,0147						
SOCa			0,0280***						SOCa			0,0036					
GOVa				0,0032					GOVa				-0,0186*				
ESGc					-0,0001				ESGc					-0,0161			
ENVc						0,0115			ENVc						0,0092		
SOCc							0,0082		SOCc							-0,0149	
GOVc								-0,0255**	GOVc								-0,0276**
CONT	0,4610	0,4191	0,5088	0,6296	0,6417	0,6008	0,6534	0,5237	CONT	-0,1351	-0,2093	-0,1555	-0,2334	-0,2350	-0,1071	-0,2215	-0,3899
ATT	0,4113	0,4707	0,5155	0,5255	0,5555	0,5036	0,5266	0,7862	ATT	-0,1518	-0,4311	-0,2290	-0,0646	-0,0362	-0,1687	-0,0307	0,2943
Trans	1,0715	0,8780	0,8635	0,9076	0,8428	0,7772	0,7857	0,6415	Trans	-0,8540	-0,8384	-0,8892	-0,7011	-0,8218	-0,8342	-0,8704	-0,5513
Indus	-0,6762	-0,5686	-0,4963	-0,3947	-0,3375	-0,1644	-0,2349	-0,1995	Indus	-0,6068	-0,6370	-0,6383	-0,4240	-0,5641	-0,6487	-0,5556	-0,5496
pré-RSG	-0,5186***	-0,5452***	-0,5324***	-0,4844***	-0,4873***	-0,5238***	-0,5017***	-0,5126***	pré-RSG	-0,8412***	-0,8476***	-0,8408***	-0,8719***	-0,8463***	-0,8491***	-0,8506***	-0,8778***
BMc	0,0006	0,0007	0,0005	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0005	BMc	0,0038*	0,0042**	0,0039*	0,0034*	0,0032	0,0042**	0,0032	0,0026
LEVc	-0,0247	-0,0224	-0,0345	-0,0372	-0,0390	-0,0359	-0,0400	-0,0289	LEVc	0,0165	0,0157	0,0140	0,0118	0,0190	0,0150	0,0194	0,0213
ROAc	-4,2890	-3,7040	-3,9918	-3,4319	-3,2498	-3,1395	-3,0594	-2,1715	ROAc	1,9840	2,1037	1,9796	2,3793	1,9416	1,8732	1,7395	1,9266
ROEc	0,0268	-0,1097	-0,1476	0,0824	0,0457	0,0576	-0,1199	-0,4125	ROEc	0,2568	0,1993	0,2271	0,2415	0,2439	0,2614	0,2493	0,2499
TC	3,0773	1,4507	2,2561	2,5050	2,1474	-1,2112	-0,2329	0,2681	TC	-6,0282	-6,2651	-6,1099	-6,7846	-3,3238	-8,0735	-1,9980	-5,6780
BMa	0,0047**	0,0044**	0,0047**	0,0040**	0,0040*	0,0043**	0,0042**	0,0037*	BMa	-0,0006	-0,0007	-0,0006	-0,0008	-0,0006	-0,0006	-0,0005	-0,0005
LEVa	-0,0925***	-0,0906***	-0,0885***	-0,0712**	-0,0689**	-0,0685**	-0,0695**	-0,0719**	LEVa	0,0061	0,0095	0,0063	0,0029	0,0061	0,0072	0,0072	0,0057
ROAa	-4,7494	-4,6659	-4,4640	-2,3093	-2,0838	-1,7536	-1,9220	-0,0939	ROAa	-2,8189	-1,2127	-2,4061	-3,4102	-2,7599	-2,3249	-2,8531	-1,6912
ROEa	0,0321	0,0443	0,0116	0,1212	0,1277	0,0444	0,0453	0,2841	ROEa	-0,0482	-0,0660	-0,0491	-0,0300	-0,0482	-0,0551	-0,0518	-0,0556
TA	0,6861	2,3545	2,2180	4,3318	5,0166	6,4864	5,8481	6,5287	TA	6,5938	2,3052	5,5833	7,6881	6,9957	5,5905	6,7037	7,2229
Constante	-12,9342	-12,7773	-15,1476	-21,2914	-22,1755	-17,1218	-17,8900	-19,7569	Constante	-0,4548	12,7577	2,6697	-0,7236	-9,4090	8,4395	-12,5961	-2,4864

* *p* < 0.1 ** *p* < 0.05 *** *p* < 0.01

9.3.5 L'impact ESG sur l'exposition au facteur de risque de la taille de l'acquéreur

Tableau 11. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque de taille de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque de l'effet taille des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition si (risque de l'effet taille) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.								
	(7.25)	(7.26)	(7.27)	(7.28)	(7.29)	(7.30)	(7.31)	(7.32)
	Δsi	Δsi	Δsi	Δsi	Δsi	Δsi	Δsi	Δsi
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
<i>R</i> ²	0,175	0,174	0,173	0,196	0,176	0,173	0,173	0,192
<i>R</i> ² Ajusté	0,113	0,111	0,111	0,135	0,114	0,111	0,111	0,131
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ESGa	-0,001553							
ENVa		0,0005790						
SOCa			0,0001819					
GOVa				-0,004539**				
ESGc					-0,0031558			
ENVc						-0,0000871		
SOCc							-0,0013787	
GOVc								-0,003963**
CONT	-0,0069	-0,0164	-0,0131	-0,0179	0,0172	-0,0121	-0,0153	-0,0398
ATT	0,0911	0,0733	0,0769	0,1200	0,1171	0,0783	0,0864	0,1417
Trans	-0,1578	-0,1591	-0,1591	-0,1838*	-0,1446	-0,1583	-0,1550	-0,1500
Indus	0,2055**	0,1948**	0,1964**	0,2365**	0,1810*	0,1966**	0,1885*	0,2009**
pré-si	-0,2732***	-0,2647***	-0,2652***	-0,3147***	-0,2782***	-0,2659***	-0,2726***	-0,2907***
BMc	0,0000863	0,0001023	0,0000969	0,0000807	0,0001023	0,0000961	0,0001003	0,0000970
LEVc	-0,00574	-0,00599	-0,00605	-0,00617	-0,00529	-0,00597	-0,00571	-0,00583
ROAc	0,0076	-0,0111	-0,0085	0,0497	0,6201	-0,0065	0,0003	-0,0312
ROEc	0,1098	0,1120	0,1103	0,0975	0,1005	0,1108	0,1154	0,1116
TC	-1,827**	-1,785*	-1,777*	-2,259**	-1,1534	-1,755*	-1,4152	-1,987**
BMa	0,0001138	0,0001182	0,0001198	0,0000687	0,0001383	0,0001189	0,0001189	0,0001011
LEVa	-0,009281**	-0,009247**	-0,009276*	-0,00922**	-0,009561**	-0,009292**	-0,009368**	-0,009668**
ROAa	-0,6614	-0,6344	-0,6495	-0,5335	-0,7184	-0,6546	-0,6539	-0,3593
ROEa	0,02926	0,02861	0,02896	0,02918	0,03024	0,02906	0,02947	0,02874
TA	1,302	0,950	1,037	1,615	1,315	1,062	1,046	1,196
Constante	1,66004	2,51964	2,24481	2,16334	-0,43682	2,11559	1,18152	2,58685

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Au niveau du facteur de risque SMB associé à l'effet taille, le tableau 11 montre que les composantes de gouvernance de l'acquéreur et de la cible sont toutes deux négativement corrélées avec la variation de la mesure d'exposition si, ce qui supporte en partie notre seconde hypothèse.

D'abord, la relation (7.28) montre une relation significative et négative entre le score de gouvernance de l'acquéreur et la variation de l'exposition au facteur de risque. Ainsi, l'augmentation unitaire de la cote de gouvernance entraîne une diminution de la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet taille. Ce résultat est significatif à 5%. Rappelons que sur l'échantillon total, Δ si est négatif. L'exposition pré-transaction est positive et devient négative à la suite de la transaction. Nous avons vu que les grandes entreprises ont habituellement un meilleur système de gouvernance. Notamment les firmes importantes disposent de plus de moyens financiers pour correctement implanter de bonnes pratiques de gouvernances. Il semble également que les plus grandes entreprises soient soumises à une certaine pression sociale, qui justifie les investissements en ESG (Dorfleitner, Halbritter, et Nguyen, 2016). Un lien positif peut être établi entre le score ESG d'une entreprise et sa taille (Drempetic, Klein, et Zwergel, 2019). L'effet de la gouvernance ira donc dans le même sens que la taille quant à la variation du facteur d'exposition si. Meilleure est la gouvernance de l'acquéreur plus petite (voir négative) sera son exposition au facteur SMB. Suivant Lachuer et Lilti (2019), si l'on considère que la prime associée à SMB est la compensation pour la faible liquidité d'un titre sur le marché, alors la bonne gouvernance du côté de l'acquéreur permet de réduire l'exposition du titre à ce facteur toute chose étant égale par ailleurs.

La relation (7.32) teste l'impact de la composante de la gouvernance de la cote ESG de la cible sur la variation de l'exposition au facteur de risque de la taille. Le tableau 10 montre une relation significative et négative entre GOVc et Δ si. Ce résultat suggère que l'augmentation unitaire de la cote de gouvernance de la cible entraîne une diminution de la variation du coefficient si de 0,003963 unité à la suite de l'annonce de la transaction. Les mêmes conclusions que celles de la relation (7.28) s'appliquent à notre variable d'intérêt GOVc. C'est-à-dire qu'empiriquement le système de gouvernance est habituellement plus fort dans les entreprises à forte capitalisation (Drempetic, Klein, et Zwergel, 2019). L'acquisition d'une cible avec un score de gouvernance élevé peut donc implicitement signifier l'acquisition d'une plus grande entreprise. La résultante de la F&A devrait être moins exposée au facteur SMB que l'acquéreur au préalable. Également nous pouvons supposer que le marché justifie une diminution de la prime de liquidité associée à l'acquéreur lorsque la cible est performante en matière de gouvernance (Lachuer et Lilti, 2019). Notamment nous avons vu qu'un bon système de gouvernance permet une meilleure transparence du management vis-à-vis les actionnaires et le marché (Fulton, Kahn, et Sharples, 2012). Ainsi, les actionnaires peuvent s'attendre à une meilleure liquidité du titre à la suite de l'intégration d'une cible déjà reconnue pour être généralement transparente avec le marché. Finalement, il semble qu'une meilleure gouvernance autant de l'acquéreur que de la cible justifie une diminution de l'exposition au facteur de taille.

9.3.6 Variables de contrôle : Risque associé au facteur de la taille

La relation (7.28) indique également un lien négatif entre les transactions internationales et l'exposition au facteur SMB. Ce résultat suggère que sur notre échantillon, les transactions internationales résultent en des firmes à fortes capitalisations (taille élevée) à la suite de la transaction. Le coefficient associé à Trans n'ayant atteint qu'un seuil de 10%, il faut conclure prudemment.

La variable associée à la diversification d'industrie atteint un seuil de significativité de 5%. La relation (7.28) suggère que le fait que les entreprises impliquées n'opèrent pas dans la même industrie entraîne une augmentation de Δ si 0,2365 unité.

La variable associée à la taille de la cible est fortement corrélée négativement. Ce résultat est logique, plus grande est la cible, plus importante sera la firme résultante à la suite de la

transaction. Il est donc évidemment que l'exposition de la nouvelle entité sera moins exposée au facteur de taille.

L'effet de levier de l'acquéreur est également négativement corrélé avec l'exposition au facteur de taille. Ce résultat va dans le sens de Agyei-Boapeah (2015) qui conclut à une relation négative entre le levier financier et l'usage des F&A comme moyen d'expansion.

Concernant les variables de contrôle de la relation (7.32), les résultats sont somme toute semblables à ceux de la relation (7.28).

9.3.7 L'impact ESG sur l'exposition au risque de l'effet valeur de l'acquéreur

Tableau 12. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque de l'effet valeur de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque de l'effet valeur des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition hi (risque de l'effet valeur) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.								
	(7.33) Δhi	(7.34) Δhi	(7.35) Δhi	(7.36) Δhi	(7.37) Δhi	(7.38) Δhi	(7.39) Δhi	(7.40) Δhi
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
<i>R</i> ²	0,654	0,622	0,620	0,657	0,652	0,652	0,652	0,627
<i>R</i> ² Ajusté	0,628	0,594	0,591	0,630	0,626	0,626	0,625	0,599
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ESGa	-0,0001227							
ENVa		0,003091						
SOCa			0,001409					
GOVa				-0,004350*				
ESGc					-0,001450			
ENVc						0,001126		
SOCc							0,000178	
GOVc								-0,005523**
CONT	-0,1414	-0,0477	-0,0346	-0,1483	-0,1470	-0,1403	-0,1409	-0,0656
ATT	-0,6541***	-0,5713***	-0,5536**	-0,6118***	-0,6434***	-0,6569***	-0,6564***	-0,4542**
Trans	-0,2423	-0,1806	-0,1853	-0,2466	-0,2392	-0,2399	-0,2429	-0,1481
Indus	0,2124	0,1860	0,1930	0,2575*	0,2081	0,2170	0,2125	0,2117
pré-hi	-0,8422***	-0,8427***	-0,8372***	-0,8460***	-0,8406***	-0,8468***	-0,8428***	-0,8455***
BMc	-0,0000341	0,0000249	-0,0000020	-0,0000644	-0,0000337	-0,0000325	-0,0000334	-0,0000212
LEVc	0,03317***	0,03505***	0,03435***	0,0330***	0,03318***	0,03335***	0,03315***	0,03533***
ROAc	1,428*	1,2493	1,2693	1,526*	1,426*	1,4205*	1,4262	1,2659
ROEc	-0,3850**	-0,3733**	-0,3815**	-0,4030**	-0,3831**	-0,3861**	-0,3857**	-0,3827**
TC	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
BMa	0,02465***	0,02523***	0,0249728	0,02495***	0,02446***	0,02497***	0,02467***	0,02475***
LEVa	-0,01332	0,15682	0,07697***	0,00038	-0,00562	0,03098	-0,00915	0,38369
ROAa	-0,0989***	-0,1012**	-0,0990	-0,0993***	-0,0981***	-0,1006***	-0,0990***	-0,1001**
ROEa	0,26174	0,80298	0,8223***	-0,02667	0,50194	-0,00338	0,21757	0,69665
TA	-0,476	-1,729	-1,302	0,054	-0,487	-0,498	-0,496	-0,923
Constante	1,03543	2,97286	1,66583	0,46876	0,39456	1,85280	1,218	1,191

* *p* < 0.1 ** *p* < 0.05 *** *p* < 0.01

Les résultats significatifs du tableau 12 supportent en partie notre seconde hypothèse. D'abord l'ensemble des relations (7.33) à (7.40) teste l'impact des composantes ESG de l'acquéreur et de la cible sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet valeur du modèle. La relation (7.36) montre une relation significative à 10% et négative entre GOVa et Δhi . Ce résultat suppose que l'augmentation unitaire de la cote de gouvernance de l'acquéreur entraîne une diminution de Δhi de 0,004350 unité. Il faudra être prudent lors de l'analyse en raison du seuil de 10%. Concrètement, meilleure est la gouvernance des parties impliquées dans une F&A, moins importantes sera l'exposition au facteur de valeur de l'entité émergente. La relation (7.36) va dans le sens de (Lachuer et Lilti, 2019) qui conclut à une relation négative entre la responsabilité sociale des entreprises et les différents coefficients du modèle à 3 facteurs de Fama & French. Contrairement à notre étude, portant sur des transactions de F&A, ceux-ci évaluent des portefeuilles diversifiés et concluent que l'information ESG permet une limitation du risque pour l'investisseur. De notre côté, nous avons vu que les F&A sont sujettes à d'importantes variations du risque (Rahim et Ananaba, 2000). Les résultats de la relation (7.36) s'expliquent aussi avec les conclusions de Yen et André (2019) et leurs notions d'analyse coûts – bénéfice que fait le marché de chaque F&A individuelle. Il semble que les bénéfices retirés de bons systèmes de gouvernance soient suffisamment importants pour justifier une diminution de l'exposition à l'effet valeur. Suivant Lachuer et Lilti (2019), si l'on considère la prime associée au facteur HML comme une compensation du risque de détresse financière, alors la bonne gouvernance de l'acquéreur permet de réduire l'exposition à ce risque. Nous pouvons donc conclure que le marché perçoit les entreprises avec un bon système de gouvernance comme étant moins propices à la détresse financière.

La relation (7.40) teste l'impact de la gouvernance de la cible sur la variation de l'exposition de l'acquéreur au facteur de risque de l'effet valeur. Le tableau 12 montre une relation significative à 5% et négative entre les variables GOVc et Δhi . Ainsi, une augmentation unitaire de la cote de gouvernance de la cible entraîne une diminution de 0,05523 unité de la mesure d'exposition hi de l'acquéreur. Il semble que meilleure soit la performance de la gouvernance de la cible, plus petite voir négative soit l'exposition au risque de l'effet valeur. Le même raisonnement que pour l'équation (7.36) s'applique. La bonne gouvernance de la cible peut être perçue comme suffisamment importante pour que

le marché voit en la F&A un effet réducteur de la détresse financière (Lachuer et Lilti, 2019).

Les résultats des relations (7.36) et (7.40) sont tous deux conformes à la théorie. Une bonne performance ESG (pour notre étude seulement la gouvernance) est positivement corrélée à l'évaluation de la valeur de la firme sur le marché (Fatemi, Glaum, et Kaiser, 2018). Toute chose égale, l'augmentation de la valeur marchande de la firme entraîne une diminution du ratio valeur comptable / valeur marchande dirigeant le titre vers une évaluation plus « croissance » que « valeur » et ainsi donc une diminution de l'exposition au facteur HML. Nous soutenons également à cet effet la diminution du risque financier par la bonne gouvernance de Chollet et Sandwidi (2018).

9.3.8 Variables de contrôle : Risque associé au facteur de l'effet valeur

Au niveau des contrôles de la relation (7.36), la variable ATT est négativement corrélée avec la variation de l'exposition à l'effet valeur. Un acquéreur qui acquiert une cible via une transaction négociée de manière hostile voit donc la variation de son exposition au facteur HML réduite à la suite de l'annonce. Ce résultat est cohérent avec la théorie. En effet, selon Jensen et Ruback (1983) et Hartzell, Ofek et Yermack (2004), l'acquéreur désirant prendre le contrôle d'une cible potentielle via une transaction hostile devra déboursier une prime de contrôle. Cette prime entraîne une variation du prix à la hausse de l'acquéreur et du prix de la cible sur le marché. Une augmentation de la valeur marchande des entités entraîne également une diminution du ratio valeur comptable / valeur marchande et par le fait même une diminution de l'exposition à l'effet valeur.

La variable attribuable à la diversification d'industrie a un impact positif sur Δhi . Le coefficient positif associé à Indus suggère que lorsque les entreprises impliquées opèrent dans des secteurs différents, Δhi augmente de 0,2575 unité.

La mesure d'exposition pré-transaction a un impact significatif négatif sur la variation de l'exposition. Ainsi, l'augmentation unitaire de la mesure ex ante entraîne une diminution de 0,8460 unité de Δhi .

L'effet de levier de la cible a un impact significatif à 1% sur la variation de la mesure hi . En effet, une augmentation unitaire du ratio de levier de la cible entraîne une augmentation

de Δh_i 0,0330 unité. L'effet de levier de la cible est également significatif lorsque l'on considère la relation (7.36). Il apparaît que plus le ratio dette sur équité de la cible est élevé, plus importante sera l'exposition à l'effet valeur. Ce résultat est cohérent avec les intérêts des actionnaires qui peuvent bénéficier d'un meilleur rendement sur l'équité pour un même bénéfice par action lorsque la firme a un effet levier plus grand. Une autre théorie qui peut expliquer ce résultat est également que l'acquisition d'une firme plus endettée signifie que les créanciers de l'entreprise seront portés à monitorer plus activement la complétion de la F&A. Ce suivi peut engendrer des problèmes d'agences à très court terme que le marché perçoit comme une augmentation momentanée de la détresse financière. Ce changement justifie une augmentation du coefficient h_i à la suite de l'annonce.

Le ratio de rentabilité des capitaux propres de la cible a un effet négatif sur la variation de h_i de l'acquéreur. La relation (7.36) montre que l'augmentation unitaire de la variable ROEc entraîne une diminution de 0,4030 unité de Δh_i . Toutes choses étant égale par ailleurs, meilleure est la rentabilité de la cible, plus élevée devrait être son prix au marché. L'intégration de l'entreprise au sein de l'acquéreur devrait donc justifier une augmentation du prix de marché de l'acquéreur et de son évaluation. Ce changement vers le type « croissance » expliquerait à ce moment, la diminution de Δh_i .

Le ratio de la valeur au livre sur la valeur marchande de l'acquéreur a un impact positif sur la variation de l'exposition au facteur de risque. Ce résultat significatif à 1% suggère que l'augmentation unitaire de la variable BMa entraîne une augmentation de 0,02495 de Δh_i . Évidemment, plus élevé est le ratio valeur au livre / valeur au marché, plus importante devrait être l'exposition au facteur de risque de l'effet valeur (qui correspond justement à l'impact du ratio sur les rendements d'un titre).

La relation (7.36) montre que l'augmentation unitaire de la variable ROAa entraîne une diminution de Δh_i de 0,0993 unité. Ce résultat est significatif à 1%.

Les résultats associés aux différentes variables de contrôle de la relation (7.40) sont en accord avec ceux de la relation (7.36).

9.3.9 L'impact ESG sur l'exposition au facteur de risque de profitabilité

Tableau 13. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque de profitabilité de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque de l'effet de profitabilité des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition ri (risque de l'effet de profitabilité) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.								
	(7.41)	(7.42)	(7.43)	(7.44)	(7.45)	(7.46)	(7.47)	(7.48)
	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri
<i>n</i>	229	229	229	227	229	229	229	229
<i>R</i> ²	0,468	0,479	0,479	0,454	0,461	0,470	0,461	0,484
<i>R</i> ² Ajusté	0,428	0,440	0,440	0,424	0,421	0,420	0,430	0,445
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ESGa	0,008059*							
ENVa		0,009862***						
SOCa			0,009818***					
GOVa				-0,004895				
ESGc					-0,002645			
ENVc						0,006887**		
SOCc							-0,001929	
GOVc								-0,01178***
CONT	0,0245	-0,0172	0,0098	0,0066	0,0421	0,0423	0,0438	-0,0323
ATT	-0,1776	-0,1939	-0,1826	-0,2038	-0,0864	-0,1165	-0,0955	0,0830
Trans	-0,1255	-0,1257	-0,1611	-0,2332	-0,1006	-0,1082	-0,1008	-0,0483
Indus	-0,1152	-0,1003	-0,0996	0,1692	-0,0697	-0,0256	-0,0729	-0,0263
pré-ri	-0,7420***	-0,7514***	-0,7556***	-0,7910***	-0,7415***	-0,7484***	-0,7407***	-0,7639***
BMc	0,0004155	0,0004622*	0,0004043	0,0002773	0,0003499	0,0003546	0,0003535	0,0003264
LEVc	-0,0222*	-0,02159*	-0,02559**	-0,02590**	-0,02101*	-0,02107*	-0,02082*	-0,02125*
ROAc	-0,7426	-0,7086	-0,7355	-0,1680	-0,6247	-0,6047	-0,6254	-0,6303
ROEc	0,2212	0,2343	0,1866	0,1692	0,2143	0,2167	0,2184	0,2104
TC	-2,0480	-2,3290	-2,2127	-2,1405	-1,7218	-3,954**	-1,6344	-2,5078
BMa	0,0005101	0,0004516	0,0004988	0,0004219	0,0004399	0,0005223	0,0004502	0,0003747
LEVa	-0,02205***	-0,02169***	-0,0224***	-0,02236***	-0,02221***	-0,02058**	-0,02200***	-0,02314***
ROAa	2,3816	2,5849	2,4458	2,1440	2,2538	2,4902	2,2204	2,966*
ROEa	0,08577**	0,08220**	0,08867**	0,09370***	0,0883**	0,07929*	0,08766**	0,08765**
TA	2,414	1,729	2,226	3,893**	3,691*	3,817*	3,662**	4,099**
Constante	-1,812	1,087	-0,828	-5,407	-6,269	-0,288	-6,481	-4,732

* *p* < 0.1 ** *p* < 0.05 *** *p* < 0.01

Le tableau 13 teste l'impact des différentes composantes ESG de l'acquéreur et de la cible sur la variation de l'exposition de l'acquéreur au facteur de risque de profitabilité. Plus

précisément, la relation (7.41) teste l'impact de la cote ESG globale de l'acquéreur sur sa mesure d'exposition au facteur de risque. La relation montre un impact significatif à 10% et positif de la variable ESGa sur Δri . Ainsi, une augmentation unitaire de la cote de la gouvernance de l'acquéreur entraîne une augmentation de la variation de l'exposition au facteur de risque de 0,008059 unité. Meilleure est la cote ESG de l'acquéreur à l'annonce de la transaction, plus importante sera la variation de son exposition au facteur de risque de profitabilité. Une entreprise performante en matière d'ESG devrait avoir effectué un processus d'évaluation de la cible rigoureux et le marché est en droit de s'attendre à une profitabilité accrue à la suite de la compétition et de l'intégration de la cible. Ce résultat est en accord avec Brogi et Lagasio (2019) qui concluent à une relation positive entre les notations ESG et la profitabilité des entreprises. Également, si on interprète le facteur RMW comme la profitabilité moyenne des petites et grandes entreprises (Fama et French, 2015) alors la bonne performance ESG de l'acquéreur justifie une augmentation de la profitabilité de l'entreprise à la suite de la F&A. Les investisseurs s'attendent à l'atteinte des synergies identifiées.

En désagrégeant la cote ESG de l'acquéreur en ses différentes composantes, nous sommes en mesure de mieux comprendre son impact sur le facteur de profitabilité. La relation (7.42) teste l'impact de la cote de l'environnement de l'acquéreur sur la variation de l'exposition au facteur de risque de profitabilité. Le tableau 12 montre une relation significative et positive entre ENVa et Δri . Ainsi, l'augmentation unitaire de la cote environnementale de l'acquéreur entraîne l'augmentation de sa mesure d'exposition au facteur de profitabilité de 0,009862. Ce résultat est significatif à un seuil de 1%. Il semble que les bonnes pratiques environnementales puissent créer un effet de bonne réputation aux entreprises et se reflètent par une augmentation de la profitabilité (Brogi et Lagasio, 2019; Forcadell, Aracil, et Úbeda, 2019). Cela va également dans le sens de Guenster, Bauer, Derwall et al. (2011) qui concluent que l'efficacité écologique des firmes se rapporte positivement à leur performance opérationnelle.

La relation (7.43) teste l'impact de la composante sociale de l'acquéreur sur la variation de sa mesure d'exposition au facteur de risque de profitabilité. La relation montre un lien

significatif et positif entre les variables. L'augmentation unitaire de la cote de l'aspect social de l'acquéreur entraîne une augmentation de 0,0009818 unité de Δ ri. Ce résultat est d'ailleurs significatif à 1%. Les bonnes pratiques ESG quant à l'aspect social sont un facteur d'augmentation de l'exposition au facteur de profitabilité de l'acquéreur à la suite de l'annonce. Il semble que les dépenses responsables génèrent une réserve de valeur pour les actionnaires (Ducassy, 2013) et assurent aux actionnaires que les dirigeants se focalisent sur les bons investissements qui n'ont pas nécessairement encore été évalués par le marché (Edmans, 2011). Dans notre contexte de F&A, la bonne performance sociale de l'acquéreur générerait un sentiment de confiance vis-à-vis la profitabilité de l'acquisition et se traduit par une augmentation de l'exposition au facteur RMW. Un score social élevé peut également attiré des employés plus performants, ce qui se reflète sur la profitabilité (Fatemi, Glaum, et Kaiser, 2017; Korschun, Bhattacharya, et Swain, 2014).

La relation (7.46) teste l'impact de la composante de l'environnement de la cible sur la variation de l'exposition au facteur de risque de profitabilité de l'acquéreur à la suite de l'annonce de F&A. La relation montre un impact significatif à 5% et positif entre les variables. Une augmentation unitaire de la variable ENVc entraîne une augmentation de Δ ri de 0,006887 unité. Il semble que tous comme pour l'acquéreur, le marché voit la bonne performance environnementale de la cible comme assez importante pour justifier une augmentation de l'exposition au facteur RMW. Le résultat s'accorde avec la théorie de réserve de valeur de Ducassy (2013). Un acquéreur pourrait donc bénéficier d'une augmentation de sa profitabilité en acquérant une cible à « cote environnementale » élevée. Russo et Fouts (1997) montrent que la performance en matière d'environnement, notamment la prévention de la pollution, est positivement corrélée avec la rentabilité des actifs. Notre résultat supporte leur conclusion, pour une différence unitaire de la « cote environnementale » de la cible, toute chose étant égale par ailleurs, un acquéreur bénéficiera d'une meilleure exposition au facteur RMW à la suite de la F&A.

Finalement la relation (7.48) du tableau 12 teste l'impact de la composante de la gouvernance de la cible sur la variation de l'exposition de l'acquéreur au facteur de profitabilité. Cette relation nous indique un lien significatif à 1% et négatif entre GOVc et

Δri . Ainsi, l'augmentation unitaire de la cote de gouvernance entraîne une diminution de Δri de 0,01178 unité. Une théorie qui explique ce résultat est que la complétion d'une transaction impliquant deux systèmes de gouvernance forts peut engendrer des conflits entre les managements en place lors de l'intégration de la cible. Ces conflits peuvent dès lors engendrer des coûts supplémentaires (Cordeiro et Sarkis, 1997) et monopoliser des ressources à la suite de la transaction. Cela se traduit par une diminution de l'exposition de l'acquéreur au facteur de profitabilité. Notre résultat supporte dès lors (Friedman, 1970) qui propose que la performance ESG (ici la gouvernance) des entreprises ait un impact financier limité en raison des coûts que les actionnaires subissent en raison de la mauvaise allocation des ressources de la compagnie.

L'ensemble des relations significatives du tableau 13 ne supporte pas totalement notre hypothèse quant à l'impact négatif sur les mesures d'exposition de risque. Il semble toutefois que la bonne performance ESG soit plutôt créatrice de valeur pour l'acquéreur vis-à-vis le facteur de profitabilité, soutenant alors Deng, Kang et Low (2013).

9.3.10 Variables de contrôle : Risque associé au facteur de profitabilité

Au niveau des contrôles, la variable pré-ri a un impact négatif significatif sur Δri . Ce résultat est en accord avec les précédents portant sur les mesures ex ante.

La relation (7.41) montre que l'effet de levier attribuable à l'entreprise cible a un impact significatif et négatif sur Δri . L'augmentation d'une unité du ratio LEV_c entraîne une diminution de Δri de 0,0222 unité.

L'effet de levier de l'acquéreur présente également un impact significatif négatif sur la variation de la mesure ri . Toute chose étant égale par ailleurs, toujours selon la relation (7.41), l'augmentation unitaire du ratio LEV_a entraîne une diminution de Δri de 0,02205 unité.

L'explication de l'effet des différents ratios de leviers financiers de la cible et de l'acquéreur sur la variable Δri rejoint les conclusions de Agyei-Boapeah (2015) qui avance une relation négative entre les F&A et le ratio de levier des parties impliquées. Il semble qu'une mesure de levier financier élevée puisse dans certains cas impliquer qu'une plus

grande partie des cashflows soient dirigés vers les créanciers. Les fonds retournés aux créanciers en remboursements de la dette sont un coût d'opportunité pour les actionnaires des firmes qui peuvent voir la profitabilité de leur investissement décroître lorsque la dette devient trop importante.

Finalement, le coefficient associé à la variable du ratio de rentabilité des capitaux propres atteint un seuil de significativité de 5%. Somme toute, l'augmentation unitaire du ratio ROEa entraîne une augmentation de Δri de 0,08577 unité. Ainsi, un acquéreur offrant une meilleure rentabilité à ses actionnaires devrait évidemment voir la variation de son exposition au facteur de profitabilité augmenter à la suite de l'annonce. Cela rejoint Alhenawi et Stilwell (2017) qui avancent que la performance et l'évaluation d'une F&A quand font les acteurs sur le marché est fonction de la compétence de l'acquéreur.

Au niveau des variables de contrôle des relations (7.42) à (7.48), les résultats sont en accord avec ceux de la relation (7.41).

En plus des résultats préalablement identifiés, le coefficient de la variable BMc de la relation (7.42) atteint un seuil de significativité de 10%. Cela suggère que l'augmentation unitaire du ratio BMc entraîne une augmentation de 0,000462 unité de Δri .

Uniquement pour la relation (7.46), le coefficient associé à la taille de la cible atteint un seuil de 5%. La relation (7.46) suggère que plus la taille de la cible est importante, moins importante sera la variation de la mesure ri de l'acquéreur. Ainsi, plus importante est la capitalisation de la cible, moins importante sera l'exposition de l'acquéreur au facteur RMW lorsque l'on considère l'impact de la performance de la composante de l'environnement. Une explication pouvant être que plus la taille de la cible est importante, plus les mesures environnementales sont coûteuses. L'acquéreur, une fois la cible intégrée, devra s'acquitter de ces coûts. L'analyse coûts-bénéfices à la Tanna et Yousef (2019) peut justifier qu'avec l'augmentation des coûts reliés à ces mesures, l'impact positive sur la rentabilité et la profitabilité se verra atténuée.

La taille de l'acquéreur atteint également un seuil intéressant d'au moins 10% pour les relations (7.44) à (7.48). Plus grande est l'entreprise acquéreuse, plus importante sera la variation de sa mesure d'exposition au facteur de profitabilité.

9.3.11 L'impact ESG sur l'exposition au facteur de risque de l'effet de l'investissement

Tableau 14. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au facteur de risque d'investissement de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque de l'effet de l'investissement des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition ci (risque de l'effet de l'investissement) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.								
	(7.49) Δci	(7.50) Δci	(7.51) Δci	(7.52) Δci	(7.53) Δci	(7.54) Δci	(7.55) Δci	(7.56) Δci
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
R^2	0,478	0,535	0,477	0,478	0,477	0,477	0,477	0,483
R^2 Ajusté	0,439	0,500	0,438	0,439	0,437	0,438	0,437	0,443
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ESGa	0,003824							
ENVa		0,001771						
SOCa			0,002156					
GOVa				0,002977				
ESGc					-0,001331			
ENVc						0,002003		
SOCc							0,000475	
GOVc								-0,005579
CONT	-0,0148	-0,0621	-0,0129	0,0007	-0,0109	-0,0066	-0,0035	-0,0511
ATT	0,2933	0,3272	0,3106	0,2964	0,3370	0,3243	0,3237	0,4185
Trans	0,3598	0,3601*	0,3550*	0,3716*	0,3701*	0,3667*	0,3649*	0,3898*
Indus	-0,6431***	-0,4946***	-0,6276***	-0,6509***	-0,6218***	-0,6083***	-0,6159***	-0,6057***
pré-ci	-0,7133***	-0,7579***	-0,7149***	-0,7182***	-0,7222***	-0,7162***	-0,7188***	-0,7282***
BMc	0,0001813	0,0001354	0,0001622	0,0001709	0,0001481	0,0001512	0,0001488	0,0001363
LEVc	-0,02310**	-0,02593**	-0,02356**	-0,02247*	-0,02269**	-0,02260**	-0,02277**	-0,02277**
ROAc	-1,4297	-0,9192	-1,3974	-1,4442	-1,3745	-1,3675	-1,3698	-1,3800
ROEc	0,2670	0,2639	0,2573	0,2752	0,2656	0,2645	0,2624	0,2643
TC	2,0236	1,7879	1,9535	2,1756	2,1977	1,4464	1,8388	1,8008
BMa	-0,0004196	-0,0004290	-0,0004373	-0,0003934	-0,0004546	-0,0004271	-0,0004430	-0,0004925
LEVa	-0,00241	-0,00425	-0,00245	-0,00262	-0,00268	-0,00199	-0,00244	-0,00307
ROAa	-3,796**	-3,723***	-3,8288**	-3,893**	-3,9034**	-3,807**	-3,886**	-3,607**
ROEa	0,01332	0,02020	0,01421	0,01451	0,01545	0,01181	0,01431	0,01481
TA	-0,942	-0,025	-0,649	-0,709	-0,307	-0,288	-0,313	-0,078
Constante	-3,446	-5,491	-4,067	-4,589	-5,707	-3,627	-4,673	-5,014

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Le tableau 14 présente les résultats du test de l'impact des différents facteurs ESG sur la variation de la mesure d'exposition de l'acquéreur au facteur de risque de l'investissement. Nous ne sommes pas en mesure de conclure à un résultat significatif quant à nos variables

ESG d'intérêt. Aucun coefficient associé aux variables ESG n'a atteint un seuil significatif aux relations (7.49) à (7.56). Nous avons vu que les mesures ESG impliquent des investissements considérables, nous ne nous attendions donc pas à voir une relation significative entre l'effet « conservateur » de l'investissement et nos mesures ESG. Il semble que les investissements en lien avec les bonnes pratiques ESG aient déjà été incorporés dans le bêta du facteur CMA précédant la transaction et que le marché ne considère pas que la complétion de la F&A soit une raison d'augmenter ces investissements. Nous avons d'ailleurs vu à la présentation de la première hypothèse que Δ ci n'est pas significativement différent de 0.

Cependant, deux résultats intéressants ressortent du tableau 14. La variable binaire attribuable à la diversification nationale atteint un seuil significatif de 10% pour les relations (7.50) à (7.56). Ce résultat suggère que la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque sera plus grande dans le cas où l'annonce de la transaction implique des firmes domiciliées dans des pays différents.

Ensuite, le coefficient de la variable binaire associée à la diversification de l'industrie est significatif et négative à un seuil de 1% dans l'ensemble des relations du tableau 14. Ce résultat suggère que les transactions conglomerales entraînent une diminution de l'exposition de l'acquéreur au facteur de risque de l'investissement. Concrètement la complétion d'une F&A dans laquelle les entreprises n'ont à priori rien en commun impliquera des investissements importants du côté de l'acquéreur. Contrairement à une transaction horizontale au cours de laquelle un acquéreur peut consolider différents aspects des opérations (commune aux deux entités), une acquisition de type conglomerat peut difficilement entraîner la mise en commun des services des entreprises. Il en ressort que l'acquéreur se verra dans l'obligation d'investir plus afin d'intégrer la cible.

9.3.12 Variables de contrôle : Risque associé au facteur d'investissement

Nous avons déjà abordé les résultats relatifs aux variables Trans et Indus.

Au niveau des variables de contrôle, la relation (7.49) montre que le levier de la cible présente un impact significatif négatif sur la variation de la mesure d'exposition de l'acquéreur au facteur d'investissement

Le ratio de la rentabilité des actifs de l'acquéreur est également négativement corrélé et significatif à 5%. Plus rentables sont les actifs en place de l'acquéreur et moins importante sera son exposition au facteur CMA à la suite de la F&A.

Les conclusions des variables de contrôle des relations (7.50) à (7.54) vont dans le sens de celles de la relation (7.49).

9.3.13 Sommaire des résultats de l'hypothèse 2

Somme toute, il semble que les résultats présentés à la section 9.3 supportent en partie l'hypothèse 2 en ce qui a trait à l'impact réducteur de risque des bonnes performances ESG des parties impliquées dans une F&A.

Nous résumons de manière qualitative les résultats en lien avec l'hypothèse 2 dans le tableau 15.

Tableau 15. Résultats qualitatifs sommaires de l'impact des facteurs ESG sur chaque exposition aux différents facteurs de risque

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque systématique des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition bi (risque de marché), si (risque de l'effet taille), hi (risque de l'effet valeur), ri (risque de profitabilité), ci (risque de l'investissement), RSG (risque systématique global) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ces facteurs de risque spécifiques. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.				
	ESGa	ENVa	SOCa	GOVa
Δbi	/	/	/	/
Δsi	/	/	/	Négative
Δhi	/	/	/	Négative
Δri	Positive	Positive	Positive	/
Δci	/	/	/	/
ΔRSG	Positive	Positive	Positive	Négative
	ESGc	ENVc	SOCc	GOVc
Δbi	/	/	/	/
Δsi	/	/	/	Négative
Δhi	/	/	/	Négative
Δri	/	Positive	/	Négative
Δci	/	/	/	/
ΔRSG	/	/	/	Négative

Nous supportons en partie notre seconde hypothèse concernant l'effet réducteur de la bonne performance ESG. À terme, il semble que le marché récompense les acquéreurs avec une bonne performance en matière de gouvernance. Le tableau 15 montre qu'une bonne performance de gouvernance de la part de l'acquéreur justifie une diminution de la prime de risque associée au facteur SMB et HML, réduisant alors la volatilité du titre de l'acquéreur (Baron, 2001; Boutin-Dufresne et Savaria, 2004). La bonne performance en matière d'environnement et sociale de l'acquéreur justifie une augmentation de

l'exposition à un des facteurs portant sur la « qualité » d'un titre, c'est-à-dire l'aspect de la rentabilité (Deng, Kang, et Low, 2013). Concrètement pour une espérance de rendement semblable, le marché s'attend à une détresse financière moindre, à une liquidité du titre plus intéressante et à une rentabilité accrue. Ces résultats sont en accord avec Bello (2005), à savoir qu'il est difficile de pénaliser un titre performant en matière d'ESG. Le même constat peut être fait pour la performance de gouvernance de la cible. Meilleur est le système de gouvernance en place, plus faible sera la prime totale de risque associée à l'acquéreur à la suite de l'annonce. Nous concluons donc dans le sens de Lachuer et Lilti (2019) pour l'aspect de la gouvernance, car le niveau de gouvernance des parties impliquées diminue la rentabilité espérée de l'acquéreur du fait d'une diminution du risque.

Contrairement à ce que nous supposions, nous ne sommes pas en mesure de conclure à un pouvoir réducteur de l'exposition aux différents facteurs de risque pour les composantes « environnementale » et « sociale ». Au contraire, les résultats supportent Merton (1987) et l'effet de halo au sein des titres responsables. Cette théorie suppose une augmentation du prix des titres responsable due à un effet de rareté et de création de valeur (Deng, Kang, et Low, 2013). Nos résultats vont en ce sens, nous concluons à une augmentation de l'exposition au facteur de rentabilité, et du fait même, de la prime de risque associée à l'acquéreur, sans impacter le bêta de marché. En d'autres termes, au lieu de réduire le bêta de marché (volatilité) tel que nous le pensions, les variables ENV_a , SOC_a et ENV_c augmentent le rendement espéré pour un même bêta de marché à la suite de la transaction (dû au facteur RMW en grande partie).

9.4 Présentation des résultats de l'hypothèse 3

Testons H3 : *La distance ESG qui sépare l'acquéreur de la cible présente un impact inverse sur la variation de la mesure d'exposition au risque de l'acquéreur.*

9.4.1 L'impact de la distance ESG sur le risque de marché de l'acquéreur

Le tableau 16 présente la variation moyenne de la mesure d'exposition au risque de marché de l'acquéreur suivant l'annonce d'une F&A selon la variation de la distance entre les scores ESG des parties impliquées. Nous ajoutons une variable binaire : $DIST_SCORE_{i-}$ –

(prends la valeur 1 si la distance est négative, 0 sinon). $SCORE_i$ peut prendre la valeur de la composante ESG, ENV, SOC ou GOV. Nous testons d'abord la relation (9) sans aucune variable de contrôle, afin d'établir si une relation existe entre nos variables d'intérêt. Encore ici, selon les résultats de notre première hypothèse nous divisons l'échantillon des transactions selon si le pré-bi < 1 ou si le pré-bi > 1 . Toutes les régressions sont significatives, ce qui motive la poursuite de l'analyse. Nous avons testé la totalité des relations avec et sans la mesure ex ante du bêta de marché. Il en ressort que l'ajout de cette variable rend nos relations linéaires significatives sans modifier la significativité des coefficients associés aux variables de distances ESG. Nous décidons de conserver cette variable dans la première analyse.

Dans un premier temps, la relation (9.2) indique une relation positive entre la variation du bêta de marché de l'acquéreur et une distance ESG négative. Concrètement, le fait que la performance ESG de la cible soit meilleure que celle de l'acquéreur augmente la variation du bêta de marché de 0,1672 unité lorsque le pré-bi < 1 . Ce résultat n'est significatif qu'à un seuil de 10%. Il faudra être prudent lors de l'analyse. À l'inverse, ce résultat signifie qu'une distance ESG positive c.-à-d. l'acquéreur est plus performant que la cible, entraîne une diminution de la variation du bêta de marché pour notre sous-ensemble avec pré-bi < 1 .

Ce résultat est intéressant, car il semble que le marché soit porté à percevoir les transactions de F&A d'acquéreurs responsables (par rapport aux cibles) comme moins, risquées, toute chose étant égale par ailleurs. Dans notre cas précis, nous avons vu lors des tests de la première hypothèse que Δbi est significativement positif pour les pré-bi < 1 . Cependant les résultats de la relation (9.2) montrent que cette variation moyenne à la hausse sera réduite dans le cas où l'acquéreur performe bien vis-à-vis la cible. Selon ce qui précède, nous appuyons en partie les conclusions empiriques stipulant que la bonne performance ESG est associée à une réduction du bêta d'un titre (Boutin-Dufresne et Savaria, 2004; Luo et Bhattacharya, 2009). En effet, il semble que l'augmentation du bêta liée à l'annonce de la F&A peut être réduite en partie selon la distance qui sépare la cote ESG de l'acquéreur de celle de la cible. Cependant, ce résultat n'est significatif qu'à un seuil de 10%, ce qui nous oblige à conclure prudemment.

Tableau 16. Test de la relation entre la distance ESG et la variation du risque systématique de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact de la distance des facteurs ESG entre l'acquéreur et la cible sur la variation du risque systématique de marché des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition bi (risque de marché) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables DIST_ESG, _DIST_ENV, DIST_SOC et DIST_GOV sont respectivement la différence entre les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.

	pré-bi < 1								pré-bi > 1							
	(9.1) Δbi	(9.2) Δbi	(9.3) Δbi	(9.4) Δbi	(9.5) Δbi	(9.6) Δbi	(9.7) Δbi	(9.8) Δbi	(9.9) Δbi	(9.10) Δbi	(9.11) Δbi	(9.12) Δbi	(9.13) Δbi	(9.14) Δbi	(9.15) Δbi	(9.16) Δbi
<i>n</i>	157	157	157	157	157	157	157	157	72	72	72	72	72	72	72	72
<i>R</i> ²	0,129	0,151	0,13	0,134	0,129	0,134	0,129	0,129	0,232	0,292	0,237	0,24	0,238	0,250	0,232	0,310
<i>R</i> ² Ajusté	0,118	0,134	0,119	0,117	0,117	0,117	0,118	0,112	0,209	0,261	0,215	0,212	0,216	0,216	0,209	0,279
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIST_ESG	0,0002643	0,0026100							0,0001440	-0,004417*						
DIST_ESG_-		0,1819**								-0,3924**						
DIST_ENV			0,0003978	-0,0003139							-0,0009783	0,0001667				
DIST_ENV_-				-0,0814875								0,1219948				
DIST_SOC					-0,000129417	0,0007159							0,0009084	-0,0005539		
DIST_SOC_-						0,0859388								-0,1590268		
DIST_GOV							0,0002377	0,0002989							0,0000781	-0,005556**
DIST_GOV_-								0,0044589								-0,4383***
pre-bi	-0,4702***	-0,4720***	-0,4712***	-0,4753***	-0,4690***	-0,4760***	-0,4693***	-0,4688***	-1,007***	-0,9926***	-0,9970***	-1,0281***	-1,0084***	-1,00518***	-1,006079***	-1,1321***
Constante	0,4279***	0,3459***	0,42645***	0,4608***	0,4317***	0,3988***	0,4292***	0,4268***	1,110***	1,256***	1,113***	1,0941***	1,1008***	1,1770***	1,1100***	1,4701***

Tableau 16 (suite). Test de la relation entre la distance ESG et la variation du risque systématique de l'acquéreur

	pré-bi < 1								pré-bi > 1							
	(9.1)	(9.2)	(9.3)	(9.4)	(9.5)	(9.6)	(9.7)	(9.8)	(9.9)	(9.10)	(9.11)	(9.12)	(9.13)	(9.14)	(9.15)	(9.16)
	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi	Δbi
<i>n</i>	157	157	157	157	157	157	157	157	72	72	72	72	72	72	72	72
R^2	0,245	0,261	0,247	0,255	0,245	0,245	0,244	0,244	0,409	0,450	0,412	0,416	0,429	0,432	0,407	0,475
R^2 Ajusté	0,164	0,171	0,167	0,170	0,164	0,159	0,164	0,158	0,251	0,271	0,254	0,249	0,276	0,267	0,249	0,309
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,005	0,004	0,005	0,007	0,003	0,004	0,006	0,002
DIST_ESG	0,0005135	0,0026666							0,0008374	-0,0017379						
DIST_ESG_-		0,1672*								-0,2152628						
DIST_ENV			0,0006985	-0,0002804							-0,0011854	-0,0000547				
DIST_ENV_-				-0,1126852								0,1188719				
DIST_SOC					0,0003838	0,0006718							0,0023122	0,0033544		
DIST_SOC_-						0,0295541								0,0982939		
DIST_GOV							-0,0002536	-0,0002260							0,0000297	-0,0052395
DIST_GOV_-								0,0019699								-0,3778**
CONT	0,09564	0,10465	0,09520	0,09790	0,09583	0,09590	0,09999	0,09988	0,02332	-0,00018	0,03599	0,05928	0,01985	0,01763	0,02853	0,01255
ATT	-0,03491	-0,02925	-0,03965	-0,03002	-0,03489	-0,03162	-0,03721	-0,03739	0,11009	0,11398	0,13134	0,15067	0,09649	0,11631	0,11658	0,09964
Trans	0,06592	0,09026	0,06331	0,06489	0,06576	0,07057	0,06152	0,06166	0,06639	0,08341	0,07948	0,07783	0,02429	0,02166	0,07274	0,04685
Indus	0,05132	0,04401	0,04843	0,04733	0,05089	0,04641	0,05642	0,05631	-0,05024	-0,07524	-0,03124	-0,03910	-0,04542	-0,04897	-0,04245	-0,00189
pré-bi	-0,46768***	-0,4645***	-0,46835***	-0,4736***	-0,4685***	-0,4698***	-0,46904***	-0,4687***	-1,062***	-1,0584***	-1,06129***	-1,09293***	-1,02839***	-1,03938***	-1,06572***	-1,1049***
BMc	-0,00005	-0,00004	-0,00004	-0,00004	-0,00005	-0,00005	-0,00005	-0,00005	0,00154	0,00155	0,00178	0,00179	0,00142	0,00128	0,00166	0,00227
LEVc	-0,00232	-0,00176	-0,00227	-0,00190	-0,00237	-0,00203	-0,00252	-0,00252	-0,01028**	-0,008619*	-0,0101**	-0,00911*	-0,01107**	-0,01156**	-0,01016**	-0,00741
ROAc	-0,40566	-0,32526	-0,41297	-0,52456	-0,40775	-0,39626	-0,36794	-0,36813	-0,8349*	-0,8693*	-0,82059*	-0,83684*	-0,80904*	-0,86381*	-0,82590*	-0,8217*
ROEc	0,11310	0,10685	0,11672	0,13279	0,11471	0,11260	0,10790	0,10797	0,1765*	0,1595*	0,18481*	0,18309*	0,15714*	0,16682*	0,17923*	0,17867
TC	1,6925**	1,6232**	1,7463**	1,7675***	1,6979**	1,6865**	1,6308**	1,6312**	1,54738	1,44100	0,93360	0,94143	2,19367**	2,34928**	1,32694	1,05414
BMa	-0,00009	-0,00009	-0,00009	-0,00010	-0,00009	-0,00009	-0,00009	-0,00009	-0,00066	-0,00074	-0,00071	-0,00069	-0,00101	-0,00051	-0,00075	-0,00281
LEVa	0,00129	0,00103	0,00127	0,00135	0,00132	0,00127	0,00140	0,00140	-0,01629***	-0,01412**	-0,01665***	-0,01628***	-0,01543***	-0,01618***	-0,01643***	-0,01306**
ROAa	-0,14070	-0,24663	-0,13459	-0,11037	-0,14478	-0,17147	-0,20047	-0,19955	-1,49500	-1,3743*	-1,38559	-1,46495	-1,65039	-1,85066	-1,46685	-1,7447**
TA	0,01055	-0,15375	-0,04372	-0,01044	0,02024	-0,02167	0,07063	0,06969	-0,01906	-0,11656	0,60491	0,60978	-0,33777	-0,28069	0,20422	0,16893
Constante	-4,9273**	-4,1240**	-4,9223**	-5,049***	-4,9744**	-4,818**	-4,918**	-4,9177**	-3,43634	-2,71331	-3,52070	-3,59311	-4,46014	-5,14786	-3,45961	-2,27451

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

La première section du tableau 16 montre que la relation (9.10) indique une relation négative entre la variation du bêta de marché de l'acquéreur et les variables de distance ESG et de distance ESG négative. L'augmentation unitaire de la distance ESG implique une diminution de la variation du bêta de marché de l'acquéreur de 0,04417 unité. En ce qui a trait à la distance négative, concrètement, le fait que la performance ESG de l'acquéreur soit moindre que celle de la cible diminue la variation du bêta de marché de 0,3924 unité lorsque le $\text{pré-bi} > 1$. Au contraire, si l'acquéreur est plus performant que la cible en termes d'ESG, alors la variation du bêta augmente de 0,3925 unité.

L'acquisition d'une cible hautement performante par rapport à l'acquéreur diminue significativement la variation de la mesure d'exposition au risque de marché. Il semble que pour un acquéreur avec un $\text{pré-bi} > 1$, le marché perçoive la bonne performance ESG de la cible comme « transférable » vers l'acquéreur. Cette relation entre la variation du risque et la transaction de F&A converge vers les conclusions de Tanna et Yousef (2019) et confirme les résultats de Furfine et Rosen (2011), à savoir que la variation du risque est fonction en partie du risque qui précède la transaction.

Une autre théorie qui peut expliquer le résultat de la relation (9.10) est que l'acquéreur est considéré comme étant risqué précédent la transaction. Or, l'acquisition d'une cible plus performante en matière d'ESG peut impliquer l'intégration de ces mesures au sein du système de l'acquéreur soutenant ainsi (Martynova et Renneboog, 2008).

Cependant en ajoutant la totalité des variables de contrôle à la relation (9.10), les coefficients associés à nos variables ESG d'intérêts perdent de leur significativité.

Finalement, la relation (9.16) montre que la mesure de la distance est négativement corrélée avec Δb_i lorsque $\text{pré-bi} > 1$. Ainsi, l'augmentation unitaire de la distance ESG entraîne une diminution de la variation du bêta de marché de 0,005556 unité. Le coefficient négatif associé à la variable DIST_GOV_ signifie que le fait que la distance soit négative diminue la variation de la mesure d'exposition de 0,4383 unité. À l'inverse, ce résultat signifie également que pour un acquéreur (avec $\text{pré-bi} > 1$) plus performant que la cible en termes de gouvernance augmente la variation du bêta de marché. Ce résultat est robuste à la suite de l'ajout des contrôles.

Ce résultat est intéressant et suggère qu'un acquéreur pourrait profiter de l'effet réducteur de risque d'une bonne gouvernance en procédant à l'acquisition d'une firme plus performante que lui-même. Les bonnes pratiques de gouvernance seraient alors considérées comme « transférables » (Martynova et Renneboog, 2008). En ce sens nous soutenons Bello (2005), à savoir qu'il est difficile de pénaliser un titre responsable lorsqu'on en fait l'évaluation. Dans le contexte de notre étude, l'acquisition d'une firme disposant d'une meilleure gouvernance d'entreprise serait difficile à utiliser comme facteur d'augmentation du risque pour l'acquéreur. Un bon système de gouvernance est associé à une meilleure performance financière (Orlitzky, Schmidt, et Rynes, 2003). Toute chose étant égale par ailleurs, le marché voit d'un bon œil l'acquisition d'une cible à système de gouvernance fort, ce qui se répercute sur la diminution de la variation du bêta associé à la transaction.

Les résultats du tableau 16 supportent en partie notre dernière hypothèse à savoir la relation inverse entre la distance ESG des parties et la variation du risque systématique de l'acquéreur. Dans notre cas précis, pour l'échantillon d'acquéreur avec $\text{pré-bi} > 1$, c.-à-d. les acquéreurs « plus risqués », il semble que la bonne performance ESG de la cible soit transférable vers l'acquéreur (Relations (9.10) et (9.16)).

9.4.2 Variables de contrôle : Distance ESG et variation du bêta de marché

Au niveau des contrôles, la relation (9.2) montre que la taille de la cible est positivement corrélée avec la variation du bêta de marché. Ainsi, plus importante est la capitalisation de la cible, plus la variation de la mesure d'exposition au risque de marché de l'acquéreur sera positive. L'intégration plus difficile de la cible au sein de l'acquéreur peut selon nous justifier ce résultat. En ce sens notre résultat est fidèle à Rahim et Ananaba (2000) qui concluent que le risque augmente, peu importe les caractéristiques des entreprises impliquées.

Pour les acquéreurs avec $\text{pré-bi} > 1$ (relation 9.10), le ROA de la cible est négativement corrélé, ce qui suppose que meilleure est la rentabilité des actifs de la cible, plus faible sera la variation de l'exposition au risque de marché. Cette relation supporte Alhenawi et Stilwell (2017) et leurs notions de coûts-bénéfice. Dans notre cas, le fait pour l'acquéreur d'obtenir une cible disposant déjà d'une rentabilité intéressante grâce aux actifs en place permet de s'assurer d'une F&A plus efficace.

Le ROEc est positivement corrélé avec Δb_i , supposant que meilleure est la rentabilité des capitaux propres, plus grande sera la variation de la mesure d'exposition au facteur de marché. Logiquement, plus la rentabilité des capitaux de la cible est élevée, plus les actionnaires de celle-ci s'attendent à un retour sur leur investissement. L'intégration de la cible à l'acquéreur ne devrait pas changer les attentes de ces mêmes actionnaires. L'acquéreur devra donc offrir une espérance de rendement d'autant plus élevé que les attentes du marché, se reflétant post-transaction par l'augmentation momentanée de son bêta de marché.

Le levier financier de l'acquéreur présente une relation négative avec la variation de son bêta. Nous avons déjà vu que cela supporte Agyei-Boapeah (2015); (Murray, Svec, et Wright, 2017) et leurs conclusions négatives quant à l'impact du levier financier sur les F&A.

Le ROA de l'acquéreur est négativement corrélé avec Δb_i . Le même argument que pour l'analyse du ROAc peut expliquer cette relation.

Les mêmes conclusions quant aux contrôles s'appliquent à la relation (9.16).

1.1.1 L'impact de la distance ESG sur l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur

Tableau 17. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de l'exposition au risque systématique global de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact de la distance des facteurs ESG entre l'acquéreur et la cible sur la variation du risque systématique global des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition RSG représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables DIST_ESG, _DIST_ENV, DIST_SOC et DIST_GOV sont respectivement la différence entre les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.																	
	Pré-RSG < médiane								Pré-RSG > médiane								
	(10.1) ΔRSG	(10.2) ΔRSG	(10.3) ΔRSG	(10.4) ΔRSG	(10.5) ΔRSG	(10.6) ΔRSG	(10.7) ΔRSG	(10.8) ΔRSG	(10.9) ΔRSG	(10.10) ΔRSG	(10.11) ΔRSG	(10.12) ΔRSG	(10.13) ΔRSG	(10.14) ΔRSG	(10.15) ΔRSG	(10.16) ΔRSG	
n	114	114	114	114	114	114	114	114	115	115	115	115	115	115	115	115	
R ²	0,252	0,252	0,222	0,221	0,248	0,248	0,254	0,259	0,499	0,505	0,494	0,502	0,506	0,525	0,486	0,540	
R ² Ajusté	0,129	0,120	0,093	0,086	0,124	0,115	0,131	0,127	0,417	0,418	0,412	0,415	0,426	0,424	0,413	0,426	
Sig.	0,017	0,027	0,057	0,073	0,020	0,030	0,016	0,021	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
DIST_ESG	0,0235492**	0,0248069*							0,0103579	-0,0017786							
DIST_ESG_-		0,0969394								-1,0405270							
DIST_ENV			0,0098682	0,0128823							0,0014480	0,0105982					
DIST_ENV_-				0,3514064								0,9772589					
DIST_SOC					0,0175822**	0,0170268							0,0135817	0,0010788			
DIST_SOC_-						-0,0514718								-1,4647491			
DIST_GOV							0,0222874**	0,0136121							0,0050915	-0,0166714	
DIST_GOV_-								-0,6404206								-1,6150246*	
CONT	0,4829	0,4873	0,5860	0,5896	0,5335	0,5340	0,4539	0,4653	-0,2165	-0,3625	-0,1499	-0,1394	-0,2806	-0,3111	-0,1584	-0,1837	
ATT	0,5774	0,5694	0,5645	0,4837	0,5910	0,5878	0,5513	0,5109	-0,2182	-0,3809	-0,2020	-0,1621	-0,2466	-0,4563	-0,1193	-0,1071	
Trans	1,0563	1,0537	0,9130	0,9069	0,9779	0,9755	1,1189*	1,0671	-0,8860	-1,0112*	-0,8650	-0,8482	-0,9695	-1,1936*	-0,8497	-0,9241	
Indus	-0,7710	-0,7709	-0,5787	-0,6050	-0,6554	-0,6460	-0,6196	-0,5301	-0,6436	-0,6322	-0,6147	-0,5533	-0,6397	-0,4990	-0,6580	-0,6430	
pre_RSG	-0,4808***	-0,4787***	-0,4800***	-0,4753***	-0,4849***	-0,4847***	-0,4886***	-0,5034***	-0,8404***	-0,8487***	-0,8398***	-0,8227***	-0,8508***	-0,8592***	-0,8388***	-0,8086***	
BMc	0,0006	0,0006	0,0005	0,0005	0,0006	0,0006	0,0006	0,0006	0,0037*	0,0032	0,0039*	0,0043**	0,0036*	0,0029	0,0039	0,0029	
LEVc	-0,0260	-0,0264	-0,0348	-0,0318	-0,0340	-0,0345	-0,0178	-0,0105	0,0166	0,0161	0,0163	0,0173	0,0106	0,0100	0,0183	0,0124	
ROAc	-3,9772	-3,9180	-3,5296	-3,3198	-4,1242	-4,1318	-3,5751	-3,6208	1,9123	2,1063	2,0053	2,0654	1,7725	2,1458	1,8572	1,9173	
ROEc	0,0408	0,0445	-0,0278	-0,0127	0,2797	0,2762	-0,0987	-0,1105	0,2131	0,1902	0,2441	0,2213	0,1592	0,1114	0,2532	0,3287	
TC	6,8249	6,8013	4,7110	4,6960	7,2817	7,2815	3,1034	3,3790	-4,2825	-4,4450	-5,7303	-6,2238	-2,6741	-3,1591	-5,7559	-6,7318	
BMa	0,0039*	0,0039*	0,0038*	0,0039*	0,0040*	0,0039*	0,0042**	0,0043**	-0,0006	-0,0005	-0,0006	-0,0007	-0,0005	-0,0004	-0,0006	-0,0004	
LEVa	-0,0877***	-0,0881***	-0,0781**	-0,0780**	-0,0799**	-0,0797**	-0,0877***	-0,0866***	0,0075	0,0084	0,0066	0,0067	0,0070	0,0076	0,0072	0,0046	
ROAa	-3,9081	-3,9286	-3,4201	-3,1262	-3,9264	-3,8695	-1,9111	-2,0901	-1,9831	-1,3839	-2,5947	-3,2197	-1,7819	-0,1966	-2,3020	-3,0614	
ROEa	0,2364	0,2267	0,1638	0,1753	0,2297	0,2316	0,2242	0,1475	-0,0558	-0,0563	-0,0502	-0,0542	-0,0501	-0,0488	-0,0559	-0,0443	
TA	0,3555	0,3229	2,6825	2,4710	1,4905	1,5378	1,5324	1,2014	4,8828	6,1597	5,9745	5,9898	4,0898	5,4875	6,0478	7,1066	
Constante	-21,8053	-21,6694	-22,6241	-22,0521	-26,8911*	-27,0188*	-14,0892	-13,6053	-0,6576	-3,5898	0,4530	1,4129	-3,1194	-5,4098	0,2683	0,6884	

* p < 0.1 ** p < 0.05 *** p < 0.01

Tableau 18. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition de chaque facteur de risque

Le tableau présente l'impact de la distance des facteurs ESG entre l'acquéreur et la cible sur la variation du risque systématique des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations des mesures d'exposition: bi (risque de marché), si (risque de l'effet taille), hi (risque de l'effet valeur), ri (risque de profitabilité), ci (risque de l'investissement) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ces facteurs de risque. Les variables DIST_ESG, _DIST_ENV, DIST_SOC et DIST_GOV sont respectivement la différence entre les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.					
	(9.32)	(9.25)	(9.41)	(9.36)	(9.46)
	Δri	Δhi	Δci	Δri	Δci
<i>n</i>	229	229	229	229	229
R^2	0,471	0,625	0,498	0,480	0,490
R^2 Ajusté	0,431	0,595	0,458	0,441	0,451
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIST_ESG	0,008160**	0,0060475	-0,0067720		
DIST_ESG_-		0,3802*	-0,83615***		
DIST_SOC				0,008798***	
DIST_SOC_-					
DIST_GOV					0,007812**
DIST_GOV_-					
CONT	-0,0008708	-0,0092323	-0,1033662	-0,0154487	-0,0528073
ATT	-0,1144200	-0,5367**	0,3083599	-0,1216459	0,3762028
Trans	-0,1009674	-0,1583455	0,3223180	-0,1201226	0,4119**
Indus	-0,1358053	0,1841479	-0,6450***	-0,1400491	-0,6861***
<i>preBêta_{xi}</i>	-0,7443***	-0,8339***	-0,7432***	-0,75409***	-0,7273***
BMc	0,0004127	0,0000114	0,0001474	0,0004101	0,0001881
LEVc	-0,02184*	0,03354***	-0,02079*	-0,02373*	-0,0221737
ROAc	-0,7613780	1,3601208	-1,6387634	-0,7524758	-1,575*
ROEc	0,2278427	-0,3647**	0,2555883	0,2173679	0,2935538
TC	-0,6650396	1,0779854	2,6119289	0,2327947	2,2688505
BMa	0,0004553	0,0001369	-0,0004569	0,0004596	-0,0003763
LEVa	-0,0230***	0,02360***	-0,0008071	-0,02281***	-0,0036482
ROAa	2,4235405	-0,1396565	-3,463**	2,3313783	-3,481**
ROEa	0,0899**	-0,09455**	0,0095130	0,09154**	0,0147533
TA	2,4032572	-1,5860461	-0,1521972	2,2518284	-1,0135562
Constante	-5,6395880	1,6674024	-7,1513536	-7,9474250	-3,8011740

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Nous procédons maintenant à l'analyse des résultats de la relation 10 présentés au tableau 17. Les relations (10.1) à (10.8) testent l'impact de la distance ESG sur le risque systématique global de l'acquéreur pour le sous-échantillon avec pré-RSG < médiane. Les relations (10.9) à (10.16) testent l'impact de la distance ESG sur le risque systématique global de l'acquéreur, mais pour les acquéreurs avec pré-RSG > médiane.

Dans un premier temps, la relation (10.1) montre une relation significative à 5% entre la distance de la cote ESG globale de l'acquéreur et de la cible. L'augmentation unitaire de la mesure de distance entraîne une augmentation de la variation du risque systématique global de 0,02355 unité.

En désagrégeant la cote en ses différentes composantes, la relation (10.5) montre qu'une partie de la corrélation positive préalablement identifiée provient de la distance qui sépare les cotes de l'aspect social. En effet, l'augmentation unitaire de la distance sociale entre l'acquéreur et la cible entraîne une augmentation de la variation du risque systématique global de l'acquéreur de 0,01758 unité. Ce résultat est significatif à 5%.

Le même constat est observable pour la mesure de la distance de gouvernance (relation (10.7), l'augmentation unitaire de la distance des cotes de gouvernance entraîne une augmentation de la variation du risque systématique global de 0,02228 unité. Ce résultat est également significatif à 5%.

Une explication qui supporte en partie ce résultat est que les acquéreurs des relations (10.1) à (10.8) sont déjà considérées « moins » risquées par rapport à l'échantillon total. Or, une distance hautement positive signifie que la cible sous-performe par rapport à l'acquéreur. L'analyse de l'hypothèse 1 a montré une augmentation en moyenne de la variable RSG pour les acquéreurs moins risqués. Une grande distance ESG positive semble accentuer la variation du risque, tandis qu'une distance négative réduirait cette variation. Ce résultat supporte certaines études précédentes qui concluent à une relation négative entre la performance ESG et le risque systématique (Djoutsa Wamba, Sahut, Braune et al., 2020; Dorfleitner, Halbritter, et Nguyen, 2016; Jin, 2018). Dans notre cas précis, il semble que

l'incertitude liée à la F&A puisse être atténuée lors de l'acquisition d'une cible performante (par rapport à l'acquéreur).

La relation (10.16) supporte les conclusions des relations (10.1) (10.2) et (10.7). Dans ce cas-ci, la relation vise à comprendre l'impact de la distance de la gouvernance sur la variation du risque systématique de l'acquéreur, lorsque celui-ci présente un pré-RSG > médiane. Le coefficient associé à la variable binaire de distance négative est significatif à un seuil de 10%. Il semble que le fait que la cible soit plus performante que l'acquéreur en matière de gouvernance (sans égard à la mesure elle-même) justifie une diminution du risque systématique global de l'acquéreur à la suite de la transaction. En plus de supporter nos précédentes conclusions, nous suggérons que la bonne gouvernance de la cible soit transférable vers l'acquéreur (Martynova et Renneboog, 2008), ce qui se reflète dans la diminution de son exposition au risque systématique global. Il apparaît donc que le marché reconnaît les synergies en lien avec le bon comportement du citoyen corporatif.

Les résultats précédents supportent en grande partie notre troisième quant à l'impact inverse de la distance ESG sur la variation du risque systématique. En effet, lorsque l'acquéreur est de beaucoup performant par rapport à la cible, la variation du risque augmente. Au contraire, la variation du risque systématique global diminue dans le cas où la gouvernance de la cible est supérieure à celle de l'acquéreur.

Notre mesure RSG étant une sommation de plusieurs facteurs de risque, nous désagrégeons la variable globale afin de voir quel facteur se voit impacté de manière significative par les variables de distances ESG. Ainsi, nous retestons l'équation 9 pour chaque mesure d'exposition du modèle de Fama et French (2015). Le tableau 18 présente les résultats significatifs intéressants. Le lecteur pourra trouver l'ensemble des tests de régressions linéaires à l'annexe 3.

D'abord, la relation (9.32) teste l'impact de la distance ESG sur la variation de l'exposition de l'acquéreur au facteur RMW. Il en ressort une relation significative et positive entre la variable DIST_ESG et la variable Δr_i . Ainsi, l'augmentation unitaire de la distance entraîne une augmentation de la variation de l'exposition au facteur de profitabilité de l'acquéreur.

Un acquéreur hautement performant vis-à-vis la cible peut donc profiter d'une plus forte augmentation de son exposition au facteur RMW. Il semble que le marché anticipe de meilleurs rendements de la part d'un acquéreur qui acquiert une cible moins performante que lui-même. Ce résultat va dans le sens des conclusions de notre seconde hypothèse et de la relation positive entre les notations ESG et la profitabilité des entreprises (Brogi et Lagasio, 2019). Un acquéreur performant en matière d'ESG devrait avoir procédé à une analyse complète de l'impact de l'intégration d'une cible moins performante sur ses opérations et son image. Notamment les bénéfices retirés vis-à-vis les coûts engendrés (Yen et André, 2019). L'analyse présumée suppose que l'impact de l'intégration devrait largement compenser la distance ESG qui sépare l'acquéreur de la cible ou encore que la bonne performance ESG soit transférable de l'acquéreur vers la cible.

Ensuite, la relation (9.41) teste l'impact de la distance ESG sur l'exposition de l'acquéreur au facteur CMA. Il en ressort que le coefficient associé à la variable $DIST_ESG_$ est négatif et significatif à 1%. Ainsi, le fait que la cible soit plus performante que l'acquéreur diminue la variation de la mesure d'exposition de 0,8361 unité. Il apparaît ainsi que l'acquéreur peut profiter d'une diminution de la variation de son exposition au facteur de risque de l'investissement en procédant à l'acquisition d'une cible performante en matière d'ESG.

La relation (9.36) teste l'impact de la distance de l'aspect social sur la variation de l'exposition de l'acquéreur au facteur RMW. Il en ressort une relation significative et positive entre la variable $DIST_ESG$ et la variable Δri . Ainsi, l'augmentation unitaire de la distance entraîne une augmentation de la variation de l'exposition au facteur de profitabilité de l'acquéreur de 0,008798 unité.

Les dépenses responsables génèrent une réserve de valeur pour les actionnaires (Ducassy, 2013) et assurent aux actionnaires que les dirigeants se focalisent sur les bons investissements qui n'ont pas nécessairement encore été évalués par le marché (Edmans, 2011). Dans notre contexte de F&A, la bonne performance sociale de l'acquéreur générerait un sentiment de confiance vis-à-vis la profitabilité de l'acquisition et se traduit par une augmentation de l'exposition au facteur RMW. La bonne performance sociale assure aux actionnaires que le choix de la cible a fait l'objet d'un processus d'évaluation

rigoureux et que les employés ne devraient pas en faire les frais. Un score social élevé du côté de la cible peut également attirer des employés plus performants, ce qui se reflète sur la profitabilité. (Fatemi, Glaum, et Kaiser, 2017; Korschun, Bhattacharya, et Swain, 2014).

Finalement, la relation (9.46) teste l'impact de la distance de l'aspect de la gouvernance sur l'exposition de l'acquéreur au facteur CMA. Il en ressort que le coefficient associé à la variable de distance est négatif et significatif à 5%. Ainsi, le fait que la cible soit plus performante que l'acquéreur augmente la variation de la mesure d'exposition de 0,007812 unité.

Meilleure est la gouvernance de l'acquéreur par rapport à la cible, et plus positive sera la variable Δci . À l'inverse, plus négative est la distance, et plus importante sera la réduction de la variation au facteur d'exposition. Dans le même sens que pour la relation (9.32), il existe une relation positive entre la profitabilité et la notation ESG (Brogi et Lagasio, 2019). Ce résultat suggère que la bonne gouvernance soit transférable de l'acquéreur vers la cible (Martynova et Renneboog, 2008).

Un dernier résultat intéressant et contraire à nos attentes est le coefficient significatif positif associé à une distance ESG négative dans la relation (9.25). Cette relation vise à comprendre l'impact de l'écart ESG entre l'acquéreur et la cible (sans égard à la mesure de la différence). Il en ressort que l'acquisition d'une firme plus performante en matière d'ESG augmente l'exposition de l'acquéreur au facteur HML. Cependant, le précédent résultat n'est significatif qu'à un seuil de 10%. Ainsi, nous concluons prudemment et n'infirmons pas notre dernière hypothèse.

Finalement, nous supportons notre troisième hypothèse quant à l'impact inverse de la distance qui sépare les entreprises et la variation du risque systématique de l'acquéreur. Nous avons vu que la variation du bêta de marché est réduite en présence d'une cible plus performante en matière de gouvernance d'entreprise. Également, en considérant le risque systématique global, autant la cote ESG totale, que chaque composante, a un effet inverse sur la variation de l'exposition de l'acquéreur. En désagrégeant la variable RSG, nous avons vu que cet effet inverse est particulièrement significatif pour les facteurs de risque associés à la qualité d'un titre, soit RMW et CMA.

9.4.3 Variables de contrôle : Distance ESG et variation du risque systématique de l'acquéreur

Le tableau 17 montre que l'effet du levier financier de l'acquéreur négativement corrélé pour l'ensemble des relations (10.1) à (10.8). Il apparaît que plus important est le levier est moins importante sera la variation du risque systématique global. Ce résultat supporte Murray, Svec et Wright (2017) qui montrent qu'en contexte de F&A, plus important est le levier financier, et plus grand est le transfert du risque des actionnaires vers les détenteurs d'obligation de l'entreprise.

Le ratio valeur comptable sur valeur marchande de l'acquéreur est également significatif dans l'ensemble des relations (10.1) à (10.8). Ce résultat suggère que plus le titre de l'acquéreur tend vers « valeur » et plus importante sera la variation du risque systématique.

En désagrégeant la mesure RSG au tableau 18, notons une relation significative négative entre l'effet du levier financier de la cible, de l'acquéreur et la variation des facteurs RMW et CMA. Le même constat s'applique quant au transfert du risque entre les détenteurs de dette et d'actions de (Murray, Svec, et Wright, 2017).

Seule la variation de l'exposition au facteur HML (relations (9.25)) est positivement corrélée avec le levier de la cible et de l'acquéreur. L'intégration d'une cible plus endettée peu signifiée plus d'attention et de suivi de la part des créanciers déjà en place. La gestion des relations et des problèmes d'agences à court terme pour l'acquéreur peut augmenter le sentiment de détresse financière défini par (Lachuer et Lilti, 2019).

L'attitude de la transaction à un impact négatif sur Δh_i . Il semble que les transactions impliquant des offres hostiles ou non sollicitées soient un facteur de diminution significatif de la variation à l'exposition au facteur HML. Le marché perçoit la complétion d'une offre hostile comme moins risquée par rapport à l'effet valeur. Ce résultat va dans le sens de (Branch et Yang, 2010) qui étudie les opportunités d'arbitrage à l'annonce d'offres de F&A hostiles. Ceux-ci concluent qu'il est possible de diminuer le risque associé à une opportunité lorsque la transaction est hostile (par rapport à une transaction amicale).

Le ratio ROEc est négativement corrélé avec Δh_i . Meilleure est la rentabilité des capitaux de la cible, plus faible sera la variation de l'exposition au facteur de l'effet valeur. L'acquisition d'une cible rentable est récompensée par un sentiment de perception

favorable de l'évaluation de l'acquéreur. Logiquement les actionnaires sont en droit de s'attendre à des cashflows supérieurs lors de l'acquisition d'une cible réputée plus rentable. Ce phénomène peut donc expliquer en partie une augmentation de la valeur au marché (diminution du B/M) de l'acquéreur en n'en faisant un titre évalué « plus croissance » qu'avant la transaction.

Le ROE de l'acquéreur est négativement corrélé avec Δh_i . Meilleure est la rentabilité des capitaux de l'acquéreur et plus faible sera la variation de son exposition au facteur HML. Alhenawi et Stilwell (2017) avancent que la performance d'une F&A est en fonction de la compétence de l'acquéreur. Dans le cadre de notre étude, toute chose étant égale, la forte rentabilité de l'acquéreur réduit le risque lié à la détresse financière et augmente le sentiment de possibilité de croissance du titre. Cela se reflète par une diminution de la variation de l'exposition au facteur de risque associé à l'effet valeur.

La variable ROEa est positivement corrélée avec la variation du bêta ri. Évidemment un meilleur ROE signifie, toute chose étant égale par ailleurs, une meilleure profitabilité pour les actionnaires. Les actionnaires s'attendent donc à une plus forte exposition au portefeuille RMW.

Notre contrôle qui identifie les F&A comportant des entreprises qui évoluent dans des industries différentes (conglomérat) est négativement corrélé avec la variation du coefficient d'exposition au facteur d'investissement (relations (9.41) et (9.46). Évidemment, l'acquisition d'une entreprise œuvrant dans une tout autre industrie nécessitera des investissements importants lors de l'intégration. Nous avons vu que les transactions horizontales ou verticales peuvent compter sur une réduction de coûts (Federico, 2017; Ibrahimi et Taghzouti, 2014; Kyung Jin et Inseong, 2012). Cet effet n'est cependant pas le premier motif des transactions conglomerates, qui visent un effet de diversification.

10 Conclusions

Cette étude a pour objectif de revisiter les conclusions empiriques portant sur les variations des mesures de risque dans un contexte de F&A et d'y inclure plusieurs mesures ESG. Dans un premier temps, nous testons à savoir si une variation de risque peut bel et bien être

identifiée aux alentours de l'annonce d'une transaction. Ensuite, nous étudions l'impact et les liens possibles entre la performance ESG des entreprises et cette même variation de risque.

Dans un premier temps, les précédents tests ont montré que la variation de l'exposition au risque de marché de l'acquéreur est en moyenne positive à la suite de l'annonce d'une F&A. Ce résultat est robuste à plusieurs modalités de transaction, notamment les acquisitions partielles et les transactions transfrontalières. Lorsque la mesure d'exposition au risque de marché qui précède la transaction est prise en compte, les résultats supportent la théorie de diversification du risque. Il faut donc conclure que la variation du risque à la suite d'une F&A est sujette à la situation des entreprises qui la précède. Nous pouvons confirmer la première hypothèse concernant la variation du risque systématique des entreprises.

En ce qui a trait au risque systématique global, en contrôlant pour le risque systématique qui précède l'annonce de la F&A, la même conclusion est observée. Le risque systématique augmente en moyenne en considérant les acquéreurs au préalable moins risqués.

Les résultats précédents sont conservés et mis en relation avec les différents critères ESG. Les tests de la seconde hypothèse ont permis d'identifier un impact réducteur de la performance de la gouvernance des entreprises sur la variation de l'exposition au facteur SMB (relation (7.28)). Toute chose étant égale, un acquéreur comptant sur un bon système de gouvernance peut réduire la variation de son exposition au facteur taille. L'acquéreur peut également réduire son exposition au facteur SMB à la suite d'une transaction en identifiant une cible avec un bon système de gouvernance (relation (7.32)). L'effet réducteur est présent autant du côté de l'acquéreur que de la cible.

Lorsque l'on analyse l'impact ESG sur l'exposition au facteur de l'effet valeur, la bonne gouvernance de l'acquéreur permet une réduction de la variation de l'exposition. En considérant le facteur HML comme un proxy pour la situation financière et/ou le risque de détresse financière, alors un système de gouvernance fort a un effet réducteur sur la variation de l'exposition en contexte de F&A. Les mêmes conclusions peuvent être avancées pour le système de gouvernance de la cible. Un acquéreur semble pouvoir

bénéficier d'une diminution de la variation de son exposition au facteur de risque HML en identifiant une cible avec un bon système de gouvernance corporative en place.

L'analyse de l'impact des critères ESG sur l'exposition au facteur de profitabilité a montré une relation contraire aux attentes. Le résultat supporte les évidences empiriques entre la performance financière et la cote ESG. L'exposition varie positivement avec les mesures ESG des parties impliquées. En considérant le facteur RMW comme un proxy de la qualité d'un titre, alors la bonne performance ESG de l'acquéreur est positivement corrélée avec la performance financière à la suite de l'annonce. Cela suppose qu'au lieu de réduire la variation de la volatilité du titre, la bonne performance ESG permet une meilleure performance financière pour un même niveau de risque.

Ces résultats nous permettent de supporter en grande partie la seconde hypothèse portant sur le pouvoir réducteur de la bonne performance ESG. Dans notre cas, il semble que l'aspect de la gouvernance soit la composante ayant l'effet réducteur le plus prononcé.

L'analyse des tests de la troisième hypothèse portant sur l'effet de la distance ESG des entreprises impliquées s'est également révélée concluante. L'écart des notations ESG des différentes parties d'une F&A semble impacter significativement la variation du risque systématique global. Un acquéreur peut bénéficier d'une diminution de la variation du risque systématique global en identifiant une cible performante en matière d'ESG. Cette relation significative s'applique à la cote ESG globale, tout comme pour la composante de l'aspect social et de gouvernance.

En désagrégeant notre mesure globale, nous sommes en mesure d'identifier les facteurs de risque les plus impactés. Du côté des facteurs RMW et CMA, une distance ESG négative est associée à une diminution de la variation de l'exposition de l'acquéreur à ceux-ci.

Pour conclure, les transactions de F&A sont sujettes à d'importantes fluctuations à différentes échelles. Nous avons vu que le risque qui précède la transaction impacte fortement la résultante de celle-ci. Bien qu'il soit difficile d'établir un lien clair entre la performance ESG des entreprises et les variations du risque en contexte de F&A, nous sommes confiants quant au potentiel de recherche que cette avenue représente. Notamment, la littérature montre un lien évident entre le risque et la performance ESG. De notre côté

nous avons établi un lien significatif entre le risque qui précède une annonce et la variation empirique observée. De plus nous avons montré que le lien qui unit la performance ESG et les F&A est présent, mais n'est pas encore tout à fait évident. D'un côté la bonne performance ESG permet de réduire certains aspects du risque et d'autres, augmente la performance attendue de l'entreprise. Dès lors, il apparaît que la performance ESG des entreprises a un impact sur la variation du risque en contexte de F&A par le biais de leurs conséquences sur la variation des mesures d'exposition aux différents facteurs de risque systématique.

11 Annexe 1. Définitions des variables utiles aux régressions

Variables	Définitions
Δbi	Différence de la mesure de bêta de marché (mesurée à l'aide du modèle empirique de F&F 2015) sur une période de (+20 à +260 jours) et (-260 à -20 jours).
Δsi	Différence de la mesure d'exposition au facteur de taille (SMB) (mesurée à l'aide du modèle empirique de F&F 2015) sur une période de (+20 à +260 jours) et (-260 à -20 jours).
Δhi	Différence de la mesure d'exposition au facteur valeur (HML) (mesurée à l'aide du modèle empirique de F&F 2015) sur une période de (+20 à +260 jours) et (-260 à -20 jours).
Δri	Différence de la mesure d'exposition au facteur de rentabilité (RMW) (mesurée à l'aide du modèle empirique de F&F 2015) sur une période de (+20 à +260 jours) et (-260 à -20 jours).
Δci	Différence de la mesure d'exposition au facteur d'investissement (CMA) (mesurée à l'aide du modèle empirique de F&F 2015) sur une période de (+20 à +260 jours) et (-260 à -20 jours).
ΔRSG_i	Différence de la mesure pondérée des facteurs d'expositions (mesurés à l'aide du modèle empirique de F&F 2015) sur une période de (+20 à +260 jours) et (-260 à -20 jours).
ESGa	Score ESG consolidé de l'acquéreur précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
ENVa	Composante ESG de l'environnement de l'acquéreur précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
SOCa	Composante ESG de l'aspect social de l'acquéreur précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
GOVa	Composante ESG de la gouvernance de l'acquéreur précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
ESGc	Score ESG consolidé de la cible précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
ENVc	Composante ESG de l'environnement de la cible précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
SOCc	Composante ESG de l'aspect social de la cible précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
GOVc	Composante ESG de la gouvernance de la cible précédant la transaction. Extrait de Thomson Reuters ASSET4.
DIST_ESG	Différence entre le score ESG global de l'acquéreur et celui de la cible

DIST_ENV	Différence entre le score de la composante de l'environnement de l'acquéreur et celui de la cible
DIST_SOC	Différence entre le score de la composante de l'aspect social de l'acquéreur et celui de la cible
DIST_GOV	Différence entre le score de la composante de la gouvernance de l'acquéreur et celui de la cible
DIST_SCORE _i -	Variable binaire : 1 si la distance du score ESG qui sépare l'acquéreur de la cible est négative, 0 sinon
BMa	Ratio de la valeur comptable sur la valeur au marché du titre de l'acquéreur
LEV _a	Ratio du levier financier de l'acquéreur précédant la transaction
ROA _a	Ratio de la rentabilité de l'actif de l'acquéreur précédant la transaction
ROE _a	Ratio de la rentabilité des capitaux propres de l'acquéreur
TA	Logarithme naturel de la capitalisation boursière de l'acquéreur précédant la transaction
BM _c	Ratio de la valeur comptable sur la valeur au marché du titre de la cible
LEV _c	Ratio du levier financier de la cible précédant la transaction
ROA _c	Ratio de la rentabilité de l'actif de la cible précédant la transaction
ROE _c	Ratio de la rentabilité des capitaux propres de la cible
TC	Logarithme naturel de la capitalisation boursière de la cible précédant la transaction
CONT	Variable binaire : 1 si l'acquéreur acquiert 50 % ou plus de la cible, 0 sinon
ATT	Variable binaire : 1 si l'acquéreur procède par offre hostile, 0 sinon
TRANS	Variable binaire : 1 si l'acquéreur et la cible évoluent dans des pays différents, 0 sinon
INDUS	Variable binaire : 1 si l'acquéreur et la cible évoluent dans des industries différentes, 0 sinon

12 Annexe 2. Test de l'impact des facteurs ESG sur la variation de l'exposition au risque de marché de l'acquéreur

Le tableau présente l'impact des facteurs ESG sur la variation du risque systématique de marché des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations de la mesure d'exposition bi (risque de marché) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ce facteur de risque. Les variables ESG, ENV, SOC et GOV sont respectivement les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.

	pré-bi < 1								pré-bi > 1							
	(7.9) Δbi	(7.10) Δbi	(7.11) Δbi	(7.12) Δbi	(7.13) Δbi	(7.14) Δbi	(7.15) Δbi	(7.16) Δbi	(7.17) Δbi	(7.18) Δbi	(7.19) Δbi	(7.20) Δbi	(7.21) Δbi	(7.22) Δbi	(7.23) Δbi	(7.24) Δbi
n	157	157	157	157	157	157	157	157	72	72	72	72	72	72	72	72
R ²	0,135	0,14	0,135	0,14	0,136	0,135	0,136	0,139	0,267	0,268	0,276	0,271	0,272	0,274	0,293	0,278
R ² Ajusté	0,043	0,049	0,043	0,049	0,044	0,043	0,044	0,047	0,070	0,072	0,083	0,076	0,077	0,080	0,104	0,085
Sig.	0,126	0,101	0,125	0,102	0,120	0,126	0,119	0,106	0,201	0,197	0,168	0,185	0,183	0,175	0,119	0,161
ESGa	-0,0000816								0,0009762							
ENVa		0,0010757								0,0011098						
SOCa			-0,0002452								0,0019862					
GOVa				-0,0011170								-0,0017198				
ESGc					-0,0006590								-0,0022278			
ENVc						0,0002025								0,0018500		
SOCc							-0,0005881								-0,0033504	
GOVc								-0,0009859								-0,0026242
CONT	0,0996	0,0942	0,1005	0,0966	0,0975	0,0992	0,0981	0,0922	0,1436	0,1425	0,1562	0,1652	0,1421	0,1472	0,1194	0,1523
ATT	-0,0820	-0,0963	-0,0805	-0,0730	-0,0758	-0,0839	-0,0769	-0,0668	0,1469	0,1494	0,1512	0,1928	0,1640	0,1653	0,1398	0,2076
Trans	0,1302*	0,1346*	0,1304*	0,1272*	0,1320	0,1312*	0,1339	0,1354*	-0,0293	-0,0377	-0,0576	-0,0358	-0,0195	-0,0367	-0,0268	-0,0325
Indus	0,0540	0,0508	0,0550	0,0581	0,0506	0,0553	0,0493	0,0549	-0,0704	-0,0702	-0,0655	-0,0167	-0,0538	-0,0596	-0,0548	-0,0488
BMc	-0,0001	0,0000	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	0,0056**	0,0056**	0,0054**	0,0057**	0,0056**	0,0055**	0,0058**	0,0050**
LEVc	-0,0049	-0,0038	-0,0049	-0,0051	-0,0048	-0,0048	-0,0048	-0,0046	0,0214	0,0222	0,0217	0,0216	0,0216	0,0213	0,0209	0,0237
ROAc	-0,8446	-0,8670	-0,8384	-0,8200	-0,8634	-0,8412	-0,8725	-0,8517	-0,3610	-0,3389	-0,3340	-0,2726	-0,3431	-0,3440	-0,3399	-0,3155
ROEc	0,1649	0,1663	0,1634	0,1695	0,1694	0,1633	0,1707	0,1671	-0,0363	-0,0432	-0,0681	-0,0524	-0,0385	-0,0288	-0,0209	-0,0637
TC	1,8606***	1,8407***	1,8802***	1,7766**	1,939***	1,8240**	2,006***	1,7978**	1,5101	1,4005	1,5718	1,2492	1,9805	0,7414	2,5591	1,3791
BMa	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0118**	-0,0122**	-0,0119**	-0,0127**	-0,0119**	-0,0121**	-0,0121**	-0,0120**
LEVa	0,0030	0,0027	0,0030	0,0032	0,0028	0,0030	0,0029	0,0028	-0,0258***	-0,0260***	-0,0260***	-0,0253***	-0,02532***	-0,0259***	-0,02450***	-0,0264**
ROAa	-0,0339	0,0231	-0,0395	-0,0324	-0,0058	-0,0315	-0,0001	0,0324	-0,7013	-0,6716	-0,6500	-0,7008	-0,8052	-0,5503	-1,0519	-0,5059
ROEa	-0,0083	-0,0074	-0,0085	-0,0090	-0,0078	-0,0085	-0,0082	-0,0078	-0,4196**	-0,4316**	-0,4389**	-0,4199**	-0,4148**	-0,4208	-0,3992**	-0,4491**
TA	-0,5875	-0,8111	-0,5693	-0,4756	-0,5679	-0,6090	-0,5901	-0,5219	0,1945	0,1790	0,0656	0,7799	0,2058	0,6445	0,1389	0,3261
Constante	-3,833*	-3,1405	-3,941*	-3,871*	-4,110*	-3,669*	-4,251*	-3,805*	-5,3798	-4,9958	-5,2247	-6,307*	-6,708*	-4,4725	-8,197**	-5,2236

* p < 0.1 ** p < 0.05 *** p < 0.01

13 Annexe 3. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de l'exposition au risque systématique

Les tableaux de la présente annexe présentent l'impact de la distance des facteurs ESG entre l'acquéreur et la cible sur la variation du risque systématique des acquéreurs de l'échantillon de 229 transactions. Les variations de risque sont calculées à partir de rendements quotidiens sur une période de 480 jours aux alentours de l'annonce de la F&A. Les variations des mesures d'exposition : bi (risque de marché), si (risque de l'effet taille), hi (risque de l'effet valeur), ri (risque de profitabilité), ci (risque de l'investissement) représentent le changement de l'exposition de l'acquéreur à ces facteurs de risque. Les variables $DIST_ESG$, $_DIST_ENV$, $DIST_SOC$ et $DIST_GOV$ sont respectivement la différence entre les cotes globales, de l'environnement, de l'aspect social et de gouvernance attribuables aux acquéreurs (a) et aux cibles (c). Les contrôles sont décrits en détail à la section 8.2.

Tableau 19. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet taille

	(9.16) Δsi	(9.17) Δsi	(9.18) Δsi	(9.19) Δsi	(9.20) Δsi	(9.21) Δsi	(9.22) Δsi	(9.23) Δsi
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
<i>R</i> ²	0,172	0,176	0,170	0,172	0,173	0,173	0,168	0,17
<i>R</i> ² Ajusté	0,108	0,109	0,107	0,106	0,111	0,106	0,106	0,104
<i>Sig.</i>	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	0,001
DIST_ESG	0,0014305	0,0036425						
DIST_ESG_-		0,1737793						
DIST_ENV			0,0008645	0,0019208				
DIST_ENV_-				0,1159675				
DIST_SOC					0,0016276	0,0016325		
DIST_SOC_-						0,0004957		
DIST_GOV							0,0002067	0,0018618
DIST_GOV_-								0,1164735
CONT	0,0164	0,0289	0,0207	0,0228	0,0132	0,0132	0,0242	0,0201
ATT	0,0921	0,0954	0,0867	0,0747	0,0907	0,0908	0,0946	0,0927
Trans	-0,1471	-0,1368	-0,1503	-0,1522	-0,1528	-0,1528	-0,1466	-0,1396
Indus	0,1795	0,1784*	0,1842*	0,1806*	0,1763*	0,1762*	0,1909*	0,1837*
pré-si	-0,26279***	-0,2592***	-0,2642***	-0,2688***	-0,2673***	-0,2673***	-0,2619***	-0,2522***
BMc	0,0001090	0,0001132	0,0001080	0,0001103	0,0001108	0,0001108	0,0000989	0,0001004
LEVc	-0,00561	-0,00617	-0,00553	-0,00525	-0,00592	-0,00592	-0,00547	-0,00566
ROAc	0,6059	0,6479	0,6210	0,6617	0,6045	0,6045	0,6259	0,6387
ROEc	0,0997	0,1037	0,0984	0,0968	0,0981	0,0981	0,0977	0,0926
TC	-1,3731	-1,3433	-1,4306	-1,4555	-1,2099	-1,2097	-1,6254	-1,5630
BMa	0,0001501	0,0001492	0,0001432	0,0001478	0,0001524	0,0001525	0,0001523	0,0001459
LEVa	-0,00933**	-0,00986**	-0,00930**	-0,00933**	-0,00929**	-0,00929**	-0,00917'	-0,00927**
ROAa	-0,7346	-0,8402	-0,7641	-0,7783	-0,7420	-0,7425	-0,7559	-0,7030
ROEa	0,02906	0,03080	0,02916	0,02904	0,02928	0,02928	0,02858	0,02895
TA	1,094	0,952	1,130	1,114	1,054	1,054	1,300	1,276
Constante	0,7691	1,0439	0,8372	0,9178	0,3889	0,3898	0,9036	0,7305

* *p* < 0.1 ** *p* < 0.05 *** *p* < 0.01

Tableau 20. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet valeur

	(9.24)	(9.25)	(9.26)	(9.27)	(9.28)	(9.29)	(9.30)	(9.31)
	Δhi	Δhi	Δhi	Δhi	Δhi	Δhi	Δhi	Δhi
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
R^2	0,620	0,625	0,620	0,620	0,620	0,621	0,620	0,620
R^2 Ajusté	0,591	0,595	0,591	0,589	0,591	0,590	0,591	0,589
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIST_ESG	0,0012075	0,0060475						
DIST_ESG_-		0,380167*						
DIST_ENV			0,0006369	0,0010363				
DIST_ENV_-				0,0440291				
DIST_SOC					0,0008759	0,0025663		
DIST_SOC_-						0,1712759		
DIST_GOV							0,0009549	-0,0000594
DIST_GOV_-								-0,0734252
CONT	-0,0377	-0,0092	-0,0342	-0,0337	-0,0368	-0,0362	-0,0351	-0,0335
ATT	-0,543**	-0,5367**	-0,5466**	-0,5509**	-0,5434**	-0,5239**	-0,5363**	-0,5345**
Trans	-0,1781	-0,1583	-0,1808	-0,1811	-0,1806	-0,1670	-0,1730	-0,1751
Indus	0,1883	0,1841	0,1934	0,1924	0,1910	0,1688	0,1909	0,1966
pré-hi	-0,8334***	-0,8339***	-0,8323***	-0,8319***	-0,8336***	-0,8333***	-0,8341***	-0,8338***
BMc	-0,0000004	0,0000114	-0,0000027	-0,0000024	-0,0000036	-0,0000044	-0,0000047	-0,0000076
LEVc	0,03473**	0,03354**	0,03476**	0,03485**	0,03460**	0,03479**	0,03494**	0,03503**
ROAc	1,2711	1,3601	1,2869	1,3034	1,2784	1,2717	1,2664	1,2596
ROEc	-0,3739	-0,3647	-0,3747	-0,3752	-0,3758	-0,3704	-0,3730	-0,3700
TC	1,0354	1,0780	0,9630	0,9568	1,0515	1,0999	0,8526	0,8331
BMa	0,000134***	0,0001369***	0,0001281***	0,0001287***	0,0001341***	0,0001388***	0,0001434***	0,0001439***
LEVa	0,0247**	0,02360**	0,02482	0,02480	0,02488	0,02480	0,02483	0,02491
ROAa	0,0743*	-0,1397*	0,0464*	0,0371*	0,0556*	-0,1184	0,1038	0,0589
ROEa	-0,09838	-0,09455	-0,09829	-0,09832	-0,09844	-0,09869	-0,09888***	-0,099145***
TA	-1,268	-1,586	-1,212	-1,214	-1,220	-1,390	-1,169	-1,153
Constante	0,9753	1,6674	1,0256	1,0362	0,7758	1,0925	1,2307	1,2732

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Tableau 21. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet de profitabilité

	(9.32)	(9.33)	(9.34)	(9.35)	(9.36)	(9.37)	(9.38)	(9.39)
	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri	Δri
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
R^2	0,471	0,471	0,461	0,461	0,480	0,483	0,468	0,474
R^2 Ajusté	0,431	0,428	0,420	0,418	0,441	0,440	0,428	0,431
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIST_ESG	0,0081597**	0,0083470						
DIST_ESG_-		0,0147280						
DIST_ENV			0,0016645	0,0023784				
DIST_ENV_-				0,0788192				
DIST_SOC					0,008798***	0,0052869		
DIST_SOC_-						-0,3579257		
DIST_GOV							0,0061980	-0,0005693
DIST_GOV_-								-0,4906170
CONT	-0,0009	0,0002	0,0407	0,0415	-0,0154	-0,0161	0,0153	0,0262
ATT	-0,1144	-0,1141	-0,1195	-0,1271	-0,1216	-0,1631	-0,0674	-0,0550
Trans	-0,1010	-0,1002	-0,1116	-0,1123	-0,1201	-0,1472	-0,0719	-0,0862
Indus	-0,1358	-0,1360	-0,0786	-0,0810	-0,1400	-0,0916	-0,1173	-0,0813
pré-ri	-0,7443***	-0,7442***	-0,7407***	-0,7391***	-0,7541***	-0,7591***	-0,7396***	-0,7364***
BMc	0,0004127	0,0004132	0,0003690	0,0003695	0,0004101	0,0004116	0,00038	0,00036
LEVc	-0,02184*	-0,02189*	-0,02123*	-0,02102*	-0,023728*	-0,02423**	-0,0206	-0,0198***
ROAc	-0,7614	-0,7579	-0,6376	-0,6095	-0,7525	-0,7367	-0,7802	-0,8297
ROEc	0,2278	0,2282	0,2149	0,2135	0,2174	0,2067	0,2343	0,2533
TC	-0,6650	-0,6637	-1,7652	-1,7753	0,2328	0,1418	-1,9395	-2,0657
BMa	0,0004553	0,0004553	0,0004413	0,0004415	0,0004596	0,0004528	0,00051	0,00051
LEVa	-0,02299***	-0,02304*	-0,02219*	-0,02217*	-0,02281*	-0,02274*	-0,0227*	-0,0221
ROAa	2,4235	2,4151	2,2386	2,2208	2,3314	2,6995	2,60161	2,30001
ROEa	0,08989**	0,09003**	0,08804**	0,08781**	0,09154**	0,09253**	0,08647**	0,08435**
TA	2,403	2,391	3,328	3,322	2,252	2,599	3,1181	3,2230
Constante	-5,6396	-5,6127	-5,1274	-5,1087	-7,9474	-8,6163	-3,9535	-3,6689

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Tableau 22. Test de l'impact de la distance ESG sur la variation de la mesure d'exposition au facteur de risque de l'effet de l'investissement

	(9.40) Δci	(9.41) Δci	(9.42) Δci	(9.43) Δci	(9.44) Δci	(9.45) Δci	(9.46) Δci	(9.47) Δci
<i>n</i>	229	229	229	229	229	229	229	229
<i>R</i> ²	0,483	0,498	0,476	0,478	0,477	0,482	0,490	0,500
<i>R</i> ² Ajusté	0,441	0,458	0,437	0,436	0,437	0,440	0,451	0,459
<i>Sig.</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIST_ESG	0,0015997	-0,0067720						
DIST_ESG_-		-0,83615***						
DIST_ENV			0,0000485	0,0020618				
DIST_ENV_-				0,2224128				
DIST_SOC					0,0012619	-0,0031478		
DIST_SOC_-						-0,4462911		
DIST_GOV							0,007812**	-0,0005149
DIST_GOV_-								-0,6014786
CONT	-0,0559	-0,1034	-0,0058	-0,0029	-0,0153	-0,0219	-0,0219	-0,0345
ATT	0,4062	0,3084	0,3262	0,3039	0,3248	0,2742	0,2742	0,3906
Trans	0,3883*	0,3223	0,3666*	0,3661*	0,3644*	0,3267	0,32673**	0,39722*
Indus	-0,6217***	-0,6450***	-0,6188***	-0,6237***	-0,63018***	-0,5723***	-0,5723***	-0,6398***
pré-ci	-0,72738***	-0,74320***	-0,71980***	-0,72028***	-0,71965***	-0,7293***	-0,7293***	-0,7191***
BMc	-0,00491	0,00015	0,00015	0,00015	0,0002	0,0002	0,0002	0,0002
LEVc	0,00014**	-0,0208	-0,022717**	-0,0222*	-0,0231**	-0,0238	-0,0238*	-0,0212*
ROAc	-0,0229	-1,6388	-1,3719	-1,2914	-1,3910	-1,3730	-1,3730142	-1,6330253
ROEc	-1,4071	0,2556	0,2642	0,2605	0,2646801	0,2530270	0,25303	0,31530
TC	0,2673188	2,6119289	1,9830331	1,9612943	2,31288	2,18855	2,1885	2,1130
BMa	2,11537	-0,00046	-0,00045	-0,00044	-0,0004	-0,0005	-0,00046	-0,00037
LEVa	-0,0005	-0,0008	-0,0025	-0,0025	-0,00258	-0,00258	-0,003	-0,003
ROAa	-0,00320**	-3,4633**	-3,8967**	-3,94532***	-3,885***	-3,482**	-3,4821**	-3,8049**
ROEa	-3,608	0,010	0,015	0,014	0,0151	0,0167	0,0167	0,0117
TA	0,0153	-0,1522	-0,3269	-0,3487	-0,5201	-0,0411	-0,0411	-0,9158
Constante	-5,1542	-7,1514	-5,0494	-5,0028	-5,4646	-6,4051	-3,8012	-3,3564

* *p* < 0.1 ** *p* < 0.05 *** *p* < 0.01

14 Bibliographie

- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. M., et al. (2007). Do U.S. Firms Have the Best Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation between Corporate Governance and Shareholder Wealth. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 12819*(January 2007).
- Agrawal, A. (2000). The post-merger performance puzzle. Dans F. Jaffe Jeffrey (édit.), *Advances in Mergers and Acquisitions* (vol. 1, p. 7-41): Emerald Group Publishing Limited.
- Agyei-Boapeah, H. (2015). Cross-border acquisitions and financial leverage of UK acquirers. *Accounting Forum, 39*(2), 97-108.
- Aktas, N., de Bodt, E., & Roll, R. (2011). Serial acquirer bidding: An empirical test of the learning hypothesis. *Journal of Corporate Finance, 17*(1), 18-32.
- Al-Tuwaijri, S., Christensen, T., & Hughes, K. E. (2003). The Relations Among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equations Approach. *SSRN Electronic Journal*.
- Alhenawi, Y., & Stilwell, M. (2017). Value creation and the probability of success in merger and acquisition transactions. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 49*(4), 1041-1085.
- Amihud, Y., DeLong, G. L., & Saunders, A. (2002). The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value. *Journal of International Money and Finance, 21*(6), 857-877.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics, 12*(2), 605-617.
- Arouri, M., Gomes, M., & Pukthuanthong, K. (2019). Corporate Social Responsibility and M&A Uncertainty. *Journal of Corporate Finance, 56*, 176-198.
- Baron, D. P. (2001). Private Politics, Corporate Social Responsibility, and Integrated Strategy. *Journal of Economics and Management Strategy, 10*(1), 7-45.
- Bauer, R., Derwall, J., & Hann, D. (2009). Employee Relations and Credit Risk. *SSRN Electronic Journal*.
- Bauer, R., Eichholtz, P., & Kok, N. (2010). Corporate Governance and Performance: The REIT Effect. *Real Estate Economics, 38*(1), 1-29.
- Bauer, R., & Hann, D. (2010). Corporate Environmental Management and Credit Risk. *SSRN Electronic Journal*.
- Bello, Z. Y. (2005). SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING AND PORTFOLIO DIVERSIFICATION. *Journal of Financial Research, 28*(1), 41-57.
- Benlemlih, M., & Girerd-Potin, I. (2017). Corporate social responsibility and firm financial risk reduction: On the moderating role of the legal environment. *Journal of Business Finance & Accounting, 44*(7-8), 1137-1166.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *The Journal of Business, 76*, 455-476.
- Boutin-Dufresne, F., & Savaria, P. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Risk. *The Journal of Investing, 13*(1), 57.
- Bozos, K., Koutmos, D., & Song, W. (2013). *Beta risk and price synchronicity of bank acquirers' common stock following merger announcements* (vol. 27).
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics, 21*(1), 3-40.

- Branch, B., & Yang, T. (2010). The Performance of Merger / Risk Arbitrage and Sweetened Offers in Hostile Takeovers. *Banking & Finance Review*, 2(1), 1-14.
- Brogi, M., & Lagasio, V. (2019). Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different? *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 26(3), 576-587.
- Bruner, R. (2004). *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker* (vol. 12).
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 21(3), 239-250.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., et al. (1992). Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. *Strategic Management Journal*, 13(5), 319-334.
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility? *Journal of Economics and Management Strategy*, 18(1), 125-169.
- Chava, S. (2014). Environmental Externalities and Cost of Capital. *Management Science*, 60(9), 2223-2247.
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business*, 59(3), 383-403.
- Chollet, P., & Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*, 38, 65-81.
- Cordeiro, J. J., & Sarkis, J. (1997). Environmental proactivism and firm performance: evidence from security analyst earnings forecasts. *Business Strategy and the Environment*, 6(2), 104-114.
- Cremers, K. J. M., Nair, V. B., & Wei, C. (2007). Governance Mechanisms and Bond Prices. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1359-1388.
- Crifo, P., & Rebérioux, A. (2015). GOUVERNANCE ET RESPONSABILITÉ SOCIÉTALE DES ENTREPRISES : NOUVELLE FRONTIÈRE DE LA FINANCE DURABLE? *Governance and Corporate Social Responsibility: New Frontier of Sustainable Finance?*, 117, 205-223.
- Czerwinska, T., & Kazmierkiewicz, P. (2015). ESG Rating in Investment Risk Analysis of Companies Listed on the Public Market in Poland. *Economic Notes*, 44(2), 211-247.
- Dahlsrud, A. (2008). *How Corporate Social Responsibility Is Defined: An Analysis of 37 Definitions* (vol. 15).
- De, I., & Clayman, M. R. (2015). The Benefits of Socially Responsible Investing: An Active Manager's Perspective. *The Journal of Investing*, 24(4), 49-72.
- Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 24(1), 157-172.
- Deng, X., Kang, J.-k., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.
- Derwall, J. (2007). *The Economic Virtues of SRI and CSR*. (Erasmus Research Institute of Management). Tiré de <http://hdl.handle.net/1765/8986>
- Djoutsa Wamba, L., Sahut, J.-M., Braune, E., et al. (2020). Does the optimization of a company's environmental performance reduce its systematic risk? New evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1677-1694.
- Dorfleutner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2016). The risk of social responsibility – is it systematic? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(1), 1-14.

- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2019). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*.
- Dube, S. (2006). Effects of the method of payment and the mode of acquisition on performance and risk metrics. *International Journal of Managerial Finance*, 2(3), 176-195.
- Ducassy, I. (2013). Does Corporate Social Responsibility Pay Off in Times of Crisis? An Alternate Perspective on the Relationship between Financial and Corporate Social Performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), 157-167.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640.
- Evripidou, L. (2012). M&As in the airline industry: motives and systematic risk. *International Journal of Organizational Analysis*, 20(4), 435-446.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). SEPARATION OF OWNERSHIP AND CONTROL. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2017). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Federico, G. (2017). Horizontal Mergers, Innovation and the Competitive Process. *Journal of European Competition Law & Practice*, 8(10), 668-677.
- Fendri, C., & Nguyen, P. (2019). *Secrets of succession: how one family business reached the ninth generation*.
- Focarelli, D., Pozzolo, A. F., & Salleo, C. (2008). FOCUS VS. DIVERSIFICATION IN THE FINANCIAL INDUSTRY: THE EFFECT OF M&As ON SYSTEMATIC RISK. *Journal of Banking and Finance*.
- Forcadell, F. J., Aracil, E., Aracil, & Úbeda, F. (2019). The Influence of Innovation on Corporate Sustainability in the International Banking Industry. *Sustainability*, 11(11), 3210-3210.
- Freeman. (1984). *Strategic management : a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, & Evan, W. M. (1990). Corporate governance: A stakeholder interpretation. *Journal of Behavioral Economics*, 19(4), 337-359.
- Friedman, M. (1970). A Theoretical Framework for Monetary Analysis. *Journal of Political Economy*, 78(2), 193.
- Friedman, M. (2007). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. Dans W. C. Zimmerli, M. Holzinger, & K. Richter (édit.), *Corporate Ethics and Corporate Governance* (p. 173-178). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.
- Frooman, J., Zietsma, C., & McKnight, B. (2008). *HOW RISK MEDIATES THE CSP-CFP RELATIONSHIP* (vol. 2008).
- Fu, S., & Shan, L. (2009). Corporate Equality and Equity Prices: Doing Well While Doing Good? *SSRN Electronic Journal*.
- Fulton, M., Kahn, B., & Sharples, C. (2012). *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*.

- Furfine, C. H., & Rosen, R. J. (2011). Mergers increase default risk. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 832-849.
- Gomes, M., & Marsat, S. (2018). Does CSR impact premiums in M&A transactions? *Finance Research Letters*, 26, 71-80.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices*. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Gregory, A. (1997). An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7-8), 971-1002.
- Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J., et al. (2011). The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management*, 17(4), 679-704.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485-531.
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26(C), 25-35.
- Hartzell, J. C., Ofek, E., & Yermack, D. (2004). What's In It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired. *The Review of Financial Studies*, 17(1), 37-61.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(04), 431-449.
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). STAKEHOLDER-AGENCY THEORY. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hoepner, A. (2010). Portfolio Diversification and Environmental, Social or Governance Criteria: Must Responsible Investments Really Be Poorly Diversified? *SSRN Electronic Journal*.
- Hoepner, A., Yu, P.-S., & Ferguson, J. (2010). *Corporate Social Responsibility Across Industries: When Can Who Do Well by Doing Good?*
- Humphrey, J. E., & Tan, D. T. (2014). Does it Really Hurt to be Responsible? *Journal of Business Ethics*, 122(3), 375-386.
- Ibrahimi, M., & Taghzouti, A. (2014). Les fusions et acquisitions : un paradoxe toujours inexpliqué. *Recherches en Sciences de Gestion*, (102), 99-116.
- Ismail, A. (2011). Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives? *Financial Management*, 40(4), 879-910.
- Jensen, M. C. (1968). THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUNDS IN THE PERIOD 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389-416.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.
- Jin, I. (2018). Is ESG a systematic risk factor for US equity mutual funds? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(1), 72-93.
- Joehnk, M. D., & Nielsen, J. F. (1974). The Effects of Conglomerate Merger Activity on Systematic Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(2), 215-225.
- Johnsen, D. B. (2003). Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 219-222.

- Juscus, V., & Jonikas, D. (2014). *Integration of CSR into value creation chain: Conceptual framework* (vol. 24).
- Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When Do Vertical Mergers Create Value? *Financial Management*, 40(4), 845-877.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2009). Does Corporate Governance Matter to Bondholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693-719.
- Korschun, D., Bhattacharya, C. B., & Swain, S. D. (2014). Corporate Social Responsibility, Customer Orientation, and the Job Performance of Frontline Employees. *Journal of Marketing*, 78(3), 20-37.
- Kyung Jin, K. I. M., & Inseong, S. (2012). The Impact of Horizontal Merger Between Manufacturers on Channel Pricing Behaviors. *Seoul Journal of Business*, 18(1), 125-154.
- Lachuer, J., & Lilti, J.-J. (2019). La Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) : quel impact sur la prime de risque des actions? *Corporate Social Responsibility (CSR): what impact on the equity risk premium?*, (299/300), 91-98.
- Landier, A., & Nair, V. B. (2008). *Investing for Change: Profit from Responsible Investment*. Oxford University Press.
- Leland, H. E. (2007). Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance. *Journal of Finance*, 62(2), 765-807.
- Lev, B., & Mandelker, G. (1972). The Microeconomic Consequences of Corporate Mergers. *The Journal of Business*, 45(1), 85-104.
- Li, J., & Huang, X. (2013). When to Initiate an International Vertical Merger? The Impact of Negative Demand Shock. *World Economy*, 36(7), 843-860.
- Lubatkin, M., & O'Neill, H. M. (1987). Merger Strategies and Capital Market Risk. *Academy of Management Journal*, 30(4), 665-684.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198-213.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *Journal of Finance*, 46(2), 671-687.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
- Meeks, G. (1977). *Disappointing marriage : a study of the gains from merger* / G. Meeks. Cambridge ; New York: Cambridge University Press.
- Mei, B., & Sun, C. (2008). *Event analysis of the impact of mergers and acquisitions on the financial performance of the U.S. forest products industry*.
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Mooney, T., & Shim, H. (2015). Does Financial Synergy Provide a Rationale for Conglomerate Mergers? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 44(4), 537-586.
- Mukherjee, T., Kiyamaz, H., & Baker, H. (2005). Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14.
- Mullenbach, A., & Gond, J.-P. (2004). *Les fondements théoriques de la responsabilité sociétale de l'entreprise* (vol. 205).
- Murray, B., Svec, J., & Wright, D. (2017). Wealth transfer, signaling and leverage in M&A. *International Review of Financial Analysis*, 52, 203-212.

- Offenberg, D., & Pirinsky, C. (2015). How do acquirers choose between mergers and tender offers? *Journal of Financial Economics*, 116(2), 331-348.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24.
- Parmar, B., Freeman, R., Harrison, J., et al. (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *The Academy of Management Annals*, 3, 403-445.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). CREATING SHARED VALUE. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Rahim, N., & Ananaba, A. (2000). An examination of the diversification motive of conglomerate mergers. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 4(2), 37-43.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1989). The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-116.
- Renneboog, L., Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1723-1742.
- Rhoades, S. A. (1993). Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 17(2), 411-422.
- Richard, O., Murthi, B., & Ismail, K. (2007). The Impact of Racial Diversity on Intermediate and Long-Term Performance: The Moderating Role of Environmental Context. *Strategic Management Journal*, 28, 1213-1233.
- Rönnegard, D., & Smith, N. C. (2018). Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder Concerns. *INSEAD Working Papers Collection*, (15), 1-31.
- Rudd, A. (1981). Social Responsibility and Portfolio Performance. *California Management Review*, 23(4), 55-61.
- Russo, M., & Fouts, P. (1997). Russo M. V., P. A. Fouts: 1997, A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability. *Academy of Management Journal*. *Academy of Management Journal*, 40.
- Salama, A., Anderson, K., & Toms, J. S. (2011). Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994–2006. *Business Ethics*, 20(2), 192-204.
- Salop, S. C. (2018). Invigorating Vertical Merger Enforcement. *Yale Law Journal*, 127(7), 1962-1994.
- Salter, M. S., & Weinhold, W. A. (1979). *Diversification through acquisition: strategies for creating economic value*: Free Press.
- Schipper, K., & Thompson, R. (1983). Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 85-119.
- Semenova, N., & Hassel, L. G. (2008). Financial outcomes of environmental risk and opportunity for US companies. *Sustainable Development*, 16(3), 195-212.
- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Smith, D. G. (1998). The shareholder primacy norm. *Journal of Corporation Law*, 23(2), 277.
- Sodjahn, A., Champagne, C., Coggins, F., et al. (2017). Leading or lagging indicators of risk? The informational content of extra-financial performance scores. *Journal of Asset Management*, 18(5), 347.

- Sonier, J. (2019). GESTION DES RISQUES ET PERFORMANCES: COMPRENDRE LE DÉVELOPPEMENT DE L'ÉVALUATION EXTRA-FINANCIÈRE. *Jaune et la Rouge*, (742), 39-41.
- Stein, J. C. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Tanna, S., & Yousef, I. (2019). *Mergers and acquisitions: implications for acquirers' market risk*.
- Thijssen, J. J. J. (2008). Optimal and strategic timing of mergers and acquisitions motivated by synergies and risk diversification. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32(5), 1701-1720.
- Wang, C., & Xie, F. (2008). Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 829-858.
- Yen, T.-Y., & André, P. (2019). Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 114-131.
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.